

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

KLEBER DE FREITAS NITA

**O CICLO DE INVESTIMENTOS DO CAPITAL DE RISCO NO BRASIL E AS  
MODALIDADES DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**

FLORIANÓPOLIS

2008

KLEBER DE FREITAS NITA

**O CICLO DE INVESTIMENTOS DO CAPITAL DE RISCO NO BRASIL E AS  
MODALIDADES DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

Prof. Orientador: Dr. Ricardo Oliveira

FLORIANÓPOLIS

2008

**KLEBER DE FREITAS NITA**

**O CICLO DE INVESTIMENTOS DO CAPITAL DE RISCO NO BRASIL E AS  
MODALIDADES DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**

Esta Monografia foi julgada adequada e aprovada em sua forma final pela Coordenadoria de Estágios e Monografias do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, em 19 de Março de 2008.

---

Prof. Renato Francisco Lebarbenchon  
Coordenador de Estágios e Monografias

Apresentada à Banca Examinadora integrada pelos professores:

---

Prof. Ricardo Oliveira  
Orientador

---

Prof. Milton Biage  
Membro

---

Prof. Roberto Meurer  
Membro

Aos meus pais e irmãs que sempre serão o  
suporte de minha vida.

## **AGRADECIMENTOS**

Dedico este trabalho impreterivelmente a todos que realmente fazem a diferença em minha vida.

Aos meus eternos e incondicionais amigos, meus pais, Takashi e Fátima, por em todos os momentos desde que nasci me apoiarem e acreditarem no meu potencial.

Às minhas duas e insubstituíveis irmãs Erika e Helen, que por serem mais velhas me criaram e de uma forma simples e austera, como deve ser, me mostraram o caminho a seguir para chegar a uma vida adulta responsável.

Aos meus amigos, os verdadeiros amigos, que mesmo quando distantes poderei sempre confiar.

Ao corpo docente do curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina.

E em especial à Tatiane, meu eterno Bebê, por todo companheirismo, amor e principalmente paciência.

## RESUMO

NITA, Kleber de Freitas. **O ciclo de investimento do capital de risco no Brasil e as modalidades de Private Equity e Venture Capital**. 2008. 106f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas). Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

O constante surgimento de novas empresas orientadas para a inovação é um ingrediente fundamental para a manutenção do dinamismo tecnológico necessário ao processo de desenvolvimento econômico. O sistema financeiro tem um papel fundamental porque cabe a ele, em última instância, a tarefa de selecionar as inovações que serão ou não implementadas através da decisão acerca da concessão dos financiamentos necessários. Em geral, os métodos de análise financeira tradicionalmente utilizados tornam o financiamento do processo de inovação, caracterizado pela incerteza e por longos prazos de duração, extremamente difícil. As grandes empresas, por exemplo, possuem recursos próprios e possibilidade de acesso ao mercado financeiro, mas as pequenas e médias, ao contrário, encontram na indisponibilidade de recursos uma das principais dificuldades para seu desenvolvimento. No caso de pequenas empresas envolvidas com o desenvolvimento de inovações, este processo torna-se ainda mais difícil devido à grande incerteza envolvida. Os empréstimos feitos a novas empresas, quando ocorrem, geralmente têm taxas de juros elevadas e prazos curtos. As saídas de caixa destinadas ao pagamento de juros, resgates e amortizações são encargos onerosos para empresas jovens, que requerem substanciais influxos de capital durante os estágios iniciais de crescimento. Estas características especiais demandam uma forma de financiamento também especial. Dado o seu elevado risco, os investidores só terão interesse em investir nestas empresas através de instrumentos que permitam sua participação em resultados excepcionalmente favoráveis. É por estes motivos que o capital de risco é especialmente adequado para estes tipos de empresas. Na medida em que se constitui em uma experiência singular, ainda que incipiente, da atividade de capital de risco no Brasil, será realizada uma análise da sua operação, procurando avaliar seus resultados e as possibilidades de um melhor desenvolvimento desta atividade no Brasil através das modalidades de *Private Equity* e *Venture Capital*.

Palavras-chave: Capital de Risco. Private Equity. Venture Capital.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 01: Esquema de um veículo de investimento .....	20
Figura 02: Relações e Fluxos .....	37
Figura 03: Etapas de origem do Capital de Risco .....	39
Figura 04: Triângulo dos recursos críticos para uma empresa start-up .....	45
Figura 05: Funcionamento da indústria de PE/VC .....	71

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01: Captação total das organizações gestoras até 2007 .....	13
Gráfico 02: O Modelo CAPM e o Venture Capital .....	30
Gráfico 03: Fases de crescimento de empresas inovadoras e fontes de financiamento .....	35
Gráfico 04: Início da atividade de gestores de capital de risco no Brasil.....	51
Gráfico 05: Aporte de capital por estágio de expansão .....	52
Gráfico 06: Setores x Investimentos.....	53
Gráfico 07: Comprometimento do Capital de Risco Brasil.....	54
Gráfico 08: Comprometimento do Capital de Risco Brasil.....	54
Gráfico 09: Comportamento do índice Nasdaq 1975-2005.....	55
Gráfico 10: Rentabilidade fundo IdeiasNet de 2000 a 2003 .....	56
Gráfico 11: Rentabilidade fundo Ip.com de 2000 a 2003 .....	56
Gráfico 12: Investimentos em Capital de Risco no Brasil por Indústria (2002 – 2003) .....	57
Gráfico 13: Risco x Rentabilidade .....	58
Gráfico 14: Investimentos em Capital de Risco no Brasil (2000 a 2003) .....	59
Gráfico 15: Investimentos em Capital de Risco por número de empresas (2000 a 2003) .....	59
Gráfico 16: Investimentos em Capital de Risco por Região (%) .....	60
Gráfico 17: Volumes captados em ofertas públicas de ações na Bovespa de empresas com e sem participação de recursos de Private Equity / Venture Capital – em R\$ milhões.....	61
Gráfico 18: Organização gestoras com escritório no Brasil .....	76
Gráfico 19: Evolução do Capital Comprometido .....	77
Gráfico 20: Presença Geográfica das Organizações. 1s. 2007 .....	84
Gráfico 21: Concentração Geográfica SP/RJ. 1s. 2007 .....	85
Gráfico 22: Número de Profissionais por modalidade. 1s. 2007.....	88
Gráfico 23: Volume Captado/Rentabilidade IPOs .....	93
Gráfico 24: Estrutura Legal .....	98



## LISTA DE QUADROS

Quadro 01: Empresas x Investimentos .....	28
Quadro 02: Os Estágios de Maturidade de uma empresa. ....	34
Quadro 03: Fonte de Recursos x Estágio de Crescimento.....	36
Quadro 04: O desenvolvimento da indústria de PE/VC. ....	101

## LISTA DE TABELAS

Tabela 01: Aberturas de Capital no Bovespa 2004 e 2005.....	19
Tabela 02: Critérios para seleção de investimentos das organizações de PE/VC .....	22
Tabela 03: Indicadores Econômicos 2005.....	63
Tabela 04: Capital na Indústria Relativo ao PIB .....	77
Tabela 05: Distribuição das organizações gestoras Dez/2004.....	79
Tabela 06: Origem dos Recursos Dez/2004 .....	79
Tabela 07: País de Origem das Organizações Dez/2004.....	80
Tabela 08: Presença Geográfica das Organizações Dez/2004.....	81
Tabela 09: Distribuição Geográfica do Portfólio Dez/2004.....	83
Tabela 10: Concentração do capital pelas organizações .....	84
Tabela 11: Cargos dos Profissionais Gestores. Dez/2004 .....	86
Tabela 12: Faixa Etária e Escolaridade dos Gestores. Dez/2004 .....	86
Tabela 13: Experiência Profissional e Tempo de Experiência dos Gestores .....	87
Tabela 14: Setores de Atuação das empresas do Portfólio Dez.2004 .....	89
Tabela 15: Número de Empresas por Setor. Dez/2004 .....	90
Tabela 16: Investidores. Dez.2004 .....	91
Tabela 17: Desinvestimentos/Saídas. Dez.2004.....	92
Tabela 18: Regulamentação dos Veículos de Investimento. Dez.2004.....	94
Tabela 19: Prazo Duração de um Veículo .....	99
Tabela 20: Decisão para os Meios de Saída .....	99
Tabela 21: Maiores fundos de Private Equity no Brasil.....	101
Tabela 22: Maiores fundos de Venture Capital no Brasil .....	101

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
<b>1.1 Tema e problema de pesquisa .....</b>	<b>12</b>
<b>1.2 Objetivos.....</b>	<b>14</b>
1.2.1 Objetivo geral .....	14
1.2.2 Objetivos específicos.....	14
<b>1.3 Metodologia.....</b>	<b>14</b>
<b>1.4 Limitações .....</b>	<b>16</b>
<b>1.5 Estrutura do trabalho .....</b>	<b>16</b>
 <b>2 REVISÃO CONCEITUAL.....</b>	 <b>18</b>
 <b>3 O CAPITAL DE RISCO .....</b>	 <b>27</b>
<b>3.1 Definição.....</b>	<b>27</b>
3.1.1 Crescimento econômico .....	29
3.1.2 Governança Corporativa.....	29
3.1.3 Risco versus Retorno .....	30
<b>3.2 O funcionamento da Indústria de capital de risco.....</b>	<b>30</b>
3.2.1 Os participantes .....	31
3.2.2 Órgãos regulatórios .....	33
<b>3.3 O Capital de Risco nos estágios de crescimento de uma empresa.....</b>	<b>33</b>
<b>3.4 A organização e o ciclo completo de investimento do Capital de Risco.....</b>	<b>39</b>
<b>3.5 Valoração de Ativos intangíveis .....</b>	<b>43</b>
<b>3.6 O Capital de Risco e sua relação com as empresas de base tecnológica e inovadora.....</b>	<b>46</b>
<b>3.7 Os principais fatores que influenciam o tamanho da indústria de capital de risco ...</b>	<b>47</b>
<b>3.8 O Capital de Risco no Mundo .....</b>	<b>48</b>
<b>3.9 O Capital de Risco no Brasil.....</b>	<b>50</b>
3.9.1 Bolsa de Valores.....	60
3.9.2 O Ambiente Econômico-Institucional Brasileiro .....	62
3.9.3 Capital de Risco no Brasil: Restrições .....	67
3.9.4 O início do investimento nas empresas de tecnologia.....	67

<b>4 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL .....</b>	<b>70</b>
<b>4.1 Princípios básicos.....</b>	<b>70</b>
<b>4.2 A indústria brasileira de Private Equity e Venture Capital.....</b>	<b>74</b>
4.2.1 Surgimento e evolução .....	74
4.2.2 A indústria .....	76
4.2.3 Organizações Gestoras .....	78
4.2.4 Concentração .....	80
4.2.5 Os profissionais gestores .....	85
4.2.6 O perfil das empresas financiadas .....	88
4.2.7 Os investidores .....	90
4.2.8 O desinvestimento .....	92
4.2.9 Estrutura Legal Utilizada.....	94
<b>4.3 O desenvolvimento da indústria de PE/VC no Brasil e as maiores organizações em atuação.....</b>	<b>100</b>
 <b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	 <b>102</b>
 <b>REFERÊNCIAS .....</b>	 <b>104</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Tema e problema de pesquisa

O financiamento do desenvolvimento industrial e a manutenção do dinamismo tecnológico necessário ao processo de expansão econômica, juntamente ao surgimento cada vez maior de novas empresas orientadas para a inovação redefiniram o papel das instituições do sistema financeiro. Tais instituições agora arcarão com o fundamental papel de selecionar as empresas mais aptas ou não a sobreviver nesse ambiente extremamente competitivo. No que se refere ao processo de inovação, caberá também ao sistema financeiro a tarefa de selecionar as inovações que serão ou não implementadas através da decisão acerca da concessão dos financiamentos necessários.

Em contrapartida, os mecanismos de financiamento tradicionais disponibilizados pelas instituições financeiras, principalmente no Brasil, não são os mais apropriados para as empresas de base tecnológica. Isso ocorre devido à natureza de risco das atividades vinculadas a intensos investimentos em pesquisa, desenvolvimento e engenharia não convencional (P&D&E) e do perfil dos criadores de empresas de base tecnológica que raramente possuem ativos reais que possam oferecer como garantia aos empréstimos. O capital de risco dessa maneira supre tal demanda por não exigir as garantias reais, o retorno dos investidores passa a ter ligação direta com o crescimento e lucratividade das atividades exercidas pela empresa financiada.

O desenvolvimento dessa modalidade de financiamento baseada em um retorno de alto risco tem seu berço nos Estados Unidos. Atualmente os norte-americanos movimentam cerca de US\$ 137 bilhões por ano com esse tipo de crédito e aposta. No Brasil esta chamada gestão de risco encontra-se em expansão, ressaltando que entre 1981 e 2004 entraram no mercado brasileiro 71 gestoras de risco, sendo estas responsáveis por cerca de US\$ 5,6 bilhões aplicados em 306 empresas nacionais, das quais apenas um terço possuía faturamento acima de R\$ 100 milhões por ano.

A redução de oportunidades baratas em países como a China e a Índia, aliada à onda de aberturas de capital na Bolsa brasileira nos últimos três anos, fizeram com que em 2003 houvesse um aumento de 80% do número de fundos, e à diversificação dos mesmos em direção de negócios menores. Concomitantemente a isso e superado o período de tensão

política e econômica trazida pelas eleições de 2002, o otimismo do mercado de capitais brasileiro delineou um aumento considerável do volume de captação da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC), duas das principais modalidades de fundos destinados a capital de risco atuantes no país. Atualmente a indústria brasileira de PE/VC conta com mais de US\$ 16 bilhões comprometidos em capital de risco nas empresas. A estabilidade da economia e a redução da rentabilidade dos fundos de renda fixa têm atraído investidores para esses fundos.

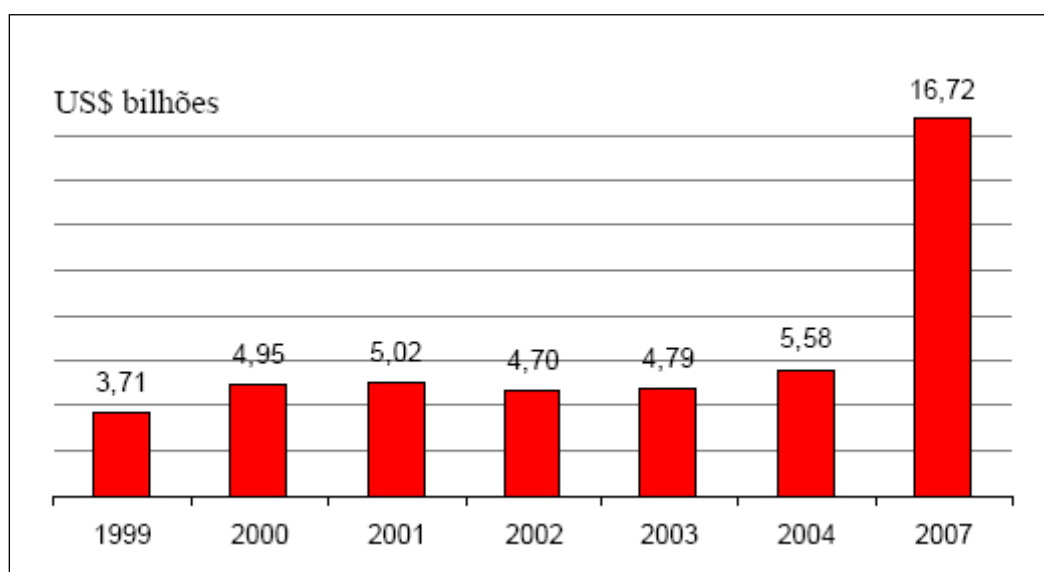


Gráfico 01: Captação total das organizações gestoras até 2007

Fonte: Mota (2007)

O problema de pesquisa deste presente trabalho está relacionado com o desenvolvimento da modalidade de gestão de risco no Brasil. Se propondo dessa forma a mostrar a experiência brasileira nesse tipo de financiamento, reunindo evidências sobre restrições financeiras e necessidades de financiamento dos novos empreendedores. Tendo em vista que no Brasil a forma de financiamento tradicionalmente oferecido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), devido às exigências de garantia, não é adequada às empresas de pequeno porte e que focam a inovação.

O direcionamento de análise deste estudo estará abalizado pela atuação dos fundos de *Venture Capital* e *Private Equity*, discutindo também a implementação de tais fundos e a dificuldade em homogeneizar a avaliação e contabilização de seus ativos. Nesse sentido, proporcionará ao leitor conhecimentos adicionais de uma visão ampla das discussões sobre a questão da avaliação da carteira de fundos, tanto internacional quanto no Brasil.

## 1.2 Objetivos

### 1.2.1 Objetivo geral

Avaliar a relação direta existente entre a ampliação do financiamento via capital de risco, e o desenvolvimento das empresas de tecnologia juntamente ao processo de inovação no Brasil, identificando a maneira com que os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* analisam e escolhem as empresas e os tipos de negócios em que irão trabalhar.

### 1.2.2 Objetivos específicos

- a) Analisar a bibliografia nacional e internacional a respeito do desenvolvimento da atividade vinculada ao capital de risco, delineando um breve histórico da indústria de capital de risco no Brasil e no mundo e o porquê de sua relação com as empresas de tecnologia;
- b) Apresentar a dinâmica de funcionamento juntamente à análise do ciclo completo de investimento do capital de risco nos estágios de crescimento de uma empresa;
- c) Descrever o modelo brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*, delineando seu surgimento, evolução e atuação;
- d) Analisar o ciclo do PE/VC no Brasil e a adequação econômica brasileira para este tipo de atividade;

## 1.3 Metodologia

A metodologia utilizada neste estudo é descritiva/explicativa, estruturada através da realização de pesquisa bibliográfica e levantamento de dados estatísticos e quantitativos. Por consequência farão parte do levantamento bibliográfico livros, acervos virtuais, artigos, teses, dissertações e monografias similares ao tema central.

Metodologia é o conjunto de técnicas e processos utilizados em cada etapa do projeto para atingir os objetivos estabelecidos. É na metodologia que se determina o tipo de pesquisa, a população e a amostra que será analisada e as técnicas e procedimentos utilizados na coleta e análise dos dados.

No item metodologia, deve ser descrito todo o projeto e execução metodológicos da pesquisa, tais como o método de amostragem, a determinação do número de elementos da amostra, o método de coleta de dados, os procedimentos para análise. Os objetivos de apresentar a metodologia no corpo do relatório compreendem: sumarizar os aspectos metodológicos do projeto de pesquisa de forma a torná-los compreensivos para os leitores não técnicos e despertar confiança na qualidade dos procedimentos adotados e, conseqüentemente, nos resultados da pesquisa. (MATTAR, 1998, p. 182).

O projeto realizado foi preliminarmente exploratório e predominantemente descritivo conclusivo, já que em um primeiro momento obtiveram-se as informações sobre o tema e, em seguida, aprofundaram-se os conhecimentos referentes ao desenvolvimento da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil.

Segundo Mattar (1999, p. 80), a pesquisa exploratória “visa prover o pesquisador de um maior conhecimento sobre o tema ou problema de pesquisa em perspectiva. Por isso, é apropriada para os primeiros estágios da investigação”. Já as pesquisas conclusivas “são caracterizadas por possuírem objetivos bem definidos, procedimentos formais, serem bem estruturadas e dirimidas para a solução de problemas ou avaliação de alternativas de cursos de ação” (p. 85). Dessa forma, para a realização de uma pesquisa descritiva conclusiva, é necessário que o pesquisador saiba “exatamente o que pretende com a pesquisa, ou seja, quem e (ou) o que deseja medir, quando e onde o fará, como o fará e por que deverá fazê-lo” (p. 85).

No que se refere aos dados, foram utilizados dados secundários. Conforme Mattar (1999), os dados secundários são aqueles que já foram coletados, tabulados e analisados e que agora se encontram a disposição dos interessados, como, por exemplo, os livros. Os dados secundários utilizados na realização do projeto foram coletados em livros e em páginas da Internet citados nas referências bibliográficas deste projeto.



## 1.4 Limitações

Até meados de 2004 o estudo das atividades associadas ao capital de risco no Brasil era praticamente inexistente. Devido ao escasso acervo de dados estatísticos sobre tais atividades, principalmente sobre as modalidades de *Private Equity* e *Venture Capital*, este trabalho embasou-se principalmente no Primeiro Censo da Indústria de PE/VC pesquisa publicada no ano de 2005 por departamentos vinculados a Faculdade Getulio Vargas – FGV, mais propriamente do Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

Dessa forma alguns dados estatísticos voltados à indústria de PE/VC podem se mostrar desatualizados, mas inteiramente pertinentes no intuito de mostrar o modelo vigente no país até hoje.

## 1.5 Estrutura do trabalho

O trabalho é composto por cinco capítulos. O primeiro capítulo denota o tema da pesquisa, os objetivos geral e específicos, a justificativa da pesquisa, a metodologia do estudo, limitações da pesquisa e a estrutura do trabalho.

O capítulo 2 traz uma breve explicitação a respeito do tema em questão, conceitualizando o leitor sobre a atuação do Capital de Risco no Brasil, juntamente a definição e descrição das modalidades de *Private Equity* e *Venture Capital*.

No que tange o alcance do primeiro objetivo específico, o capítulo 3 descreve de uma maneira detalhada como o processo de financiamento baseado no capital de risco nasceu e se estruturou em alguns países de maior influência econômica, como os Estados Unidos e Europa. Por conseguinte, o foco do trabalho volta-se para uma análise doméstica da economia brasileira a despeito do desenvolvimento desse tipo de operação e suas dificuldades institucionais e políticas em viabilizar a captação de recursos pelas empresas. Em contrapartida, serão discriminados de forma sintética os instrumentos mais recentes criados por setores do governo e entidades privadas em apoio a tal atividade. Em referência ao segundo objetivo específico pretende-se proporcionar ao leitor o conhecimento das etapas e o ciclo de investimento do capital de risco nas empresas investidas. Dessa forma serão

apresentados os vários estágios de crescimento de uma empresa observando principalmente as etapas nas quais o capital de risco é utilizado.

Para o alcance dos dois últimos objetivos específicos o capítulo 4 dá ênfase ao estudo das duas principais modalidades vinculadas ao capital de risco no Brasil, o *Private Equity* e o *Venture Capital*. O estudo norteará a descrição deste mercado, esclarecendo as práticas utilizadas por seus gestores para seleção, governança e monitoramento dos recursos captados.

## 2 REVISÃO CONCEITUAL

Nos últimos dois anos, nove empresas brasileiras adentraram o mercado acionário: Submarino, Localiza, TAM, Energias do Brasil, OHL Brasil, Banco Nossa Caixa, Renar Maças, Cosan e UOL. Durante o ano de 2004, sete empresas já haviam passado pelo mesmo processo: Natura, Gol Transportes Aéreos (Gol), América Latina Logística (ALL), Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL), Grandene, Diagnósticos da América (DASA) e Porto Seguro. Juntas, as dezesseis empresas levantaram US\$ 3.6 bilhões em suas ofertas públicas iniciais (IPOs) na Bovespa. Um fato inédito chamou a atenção, nove dos dezesseis IPOs realizados no período foram de empresas que haviam recebido financiamento do tipo *Private Equity* ou *Venture Capital*. Elas são: Natura, Gol, ALL, DASA, CPFL, TAM, Submarino, Localiza e UOL. Tais empresas foram responsáveis por mais da metade do valor das emissões do período como se pode observar na Tabela 1.

Os dados sugerem uma indústria brasileira de PE/VC com experiência e tamanho suficientes para gerar impacto inegável no mercado acionário. Trata-se de um setor com pouco mais de 20 anos de idade. Ao final de 2004, contava 265 empresas em carteiras de investimentos. A participação nessas empresas havia sido adquirida por 90 veículos de investimentos, geridos por 65 organizações. Essas organizações eram dirigidas por apenas 215 gestores, altamente qualificados, assessorados por 243 profissionais de apoio. Por sua vez, esses profissionais eram responsáveis pela gestão de US\$ 5,07 bilhões em capital comprometido, investido nas empresas do portfólio ou disponível para realização de novos investimentos.

Esta indústria brasileira de PE/VC é basicamente composta por organizações independentes (54% do capital) e organizações afiliadas a instituições financeiras (37% do capital). Existem algumas iniciativas de grupos industriais, ou *corporate ventures*, representando 7% do capital. O governo tem papel como gestor por meio dos dois braços de investimento em participações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES): BNDESPar *Private Equity* e BNDESPar *Venture Capital*. O papel do governo como gestor direto de PE/VC é relativamente limitado (o comprometimento do BNDESPar é de apenas 3% do capital). Por outro lado, o número de empresas em sua carteira de investimentos representa cerca de 15% de todas as empresas do portfólio agregado da indústria. Também é importante notar que o setor público tem um papel importante como investidor em veículos geridos por organizações independentes.

Tabela 01: Aberturas de Capital no Bovespa 2004 e 2005

Ano	Empresa	VOLUME US\$ mi	Investidores do tipo PE/VC
2005	Cosan	350	-
	Banco Nossa Caixa	419	-
	OHL Brasil	212	-
	Energias do Brasil	354	-
	TAM	225	CSFB Private Equity; Bassini, Playfair e Wright
	Localiza	108	CSFB Private Equity
	Submarino	176	GP Investimentos; Santander; JP Morgan Partners
	Renar Maças	6	-
<b>Total 2005</b>		<b>1.850</b>	
<b>Total Investidas de PE/VC</b>		<b>509</b>	<b>(27,5)</b>
2004	Porto Seguro	136	-
	DASA	158	Pátria; JP Morgan Partners
	Grendene	216	-
	CPFL	287	Bradespar
	ALL	189	GP Investimentos; CSFB Private Equity; Electra
	Gol	283	AIG Capital Partners
	Natura	243	BNDESPar
<b>Total 2004</b>		<b>1.512</b>	
<b>Total Investidas de PE/VC</b>		<b>1.160</b>	<b>(76,7)</b>
<b>Total no Período</b>		<b>3.362</b>	
<b>Total Investidas de PE/VC</b>		<b>1.669</b>	<b>(49,6)</b>

Fonte: Ribeiro (2005)

A atividade de PE/VC pode ser interpretada como uma forma de intermediação financeira surgida nos Estados Unidos (EUA) em 1946. As organizações que realizavam esta atividade eram responsáveis pela gestão de veículos de investimento que agregam recursos de um ou mais investidores para investimentos de longo-prazo. Em geral, tais recursos são direcionados para empresas não cotadas em bolsa de valores. Os aportes são feitos na forma de ações (ordinárias ou preferenciais), quotas de participação, debêntures conversíveis, opções ou bônus de subscrição. Após alguns anos, essas participações são liquidadas e os recursos que foram investidos, acrescidos de um eventual ganho de capital, retornam aos investidores. O aporte de PE/VC pode ser caracterizado segundo o estágio de desenvolvimento da empresa que o recebe, no momento que o recebe. Na literatura, o termo *Venture Capital* (VC) é empregado como sinônimo de investimento em empresa que se encontra em fase anterior do desenvolvimento. Em investimentos deste tipo, o gestor tende a se envolver intensamente na fase de monitoramento e adição de valor para o negócio. Já o termo *buyout* é geralmente empregado como sinônimo do investimento em fase posterior do desenvolvimento, quando a empresa já está amadurecida, sem que isso implique em um menor envolvimento do gestor.

Tanto *Venture Capital* como *buyout* podem ser incluídos em um grupo maior denominado de *Private Equity* (PE).

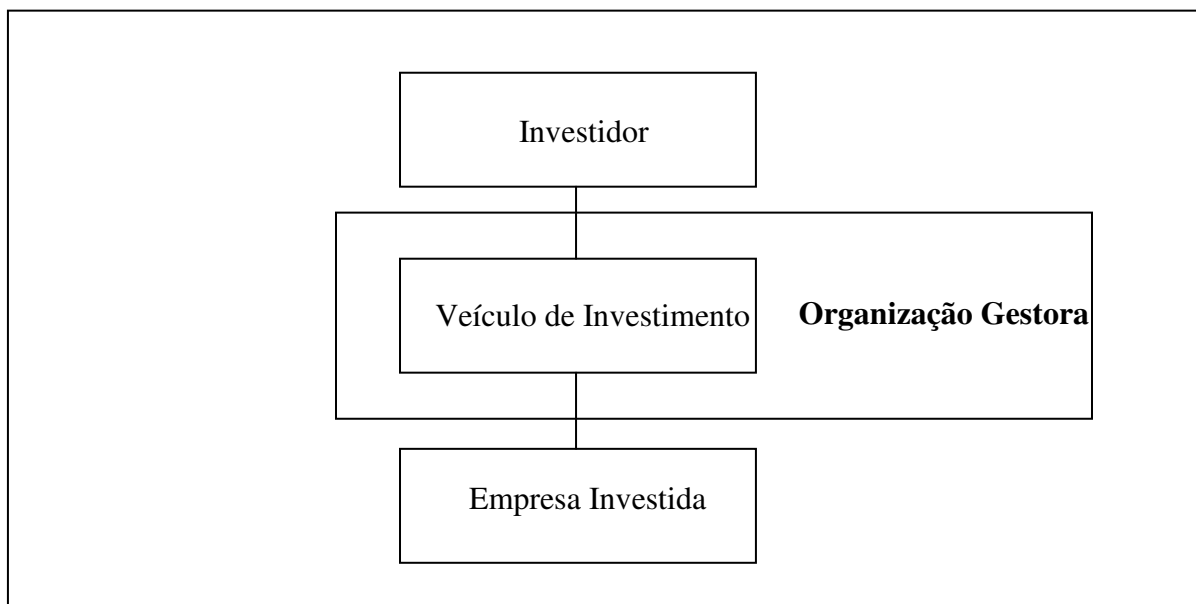


Figura 01: Esquema de um veículo de investimento

Fonte: Ribeiro (2005)

A Figura 01 descreve a relação entre os diversos agentes da indústria de PE/VC que organizam em torno do veículo de investimento. Investidores aportam recursos financeiros para o veículo de investimento e, em troca, esperam retornos financeiros condizentes com o risco a que se expõem. Gestores financiam as empresas investidas. Em contrapartida, exigem participação acionária e certos direitos econômicos.

Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), os estágios de investimentos em *Venture Capital* são:

- a) Capital semente (*seed capital*): geralmente representa um pequeno aporte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de um produto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes;
- b) Estrutura inicial (*start-up*): aporte de capital para empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nessa fase, a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para colocar em prática seu plano de negócios;

- c) Expansão: aporte de capital para a expansão das atividades de uma empresa que já vende seus produtos comercialmente (capital de giro, expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda o investimento em comunicação e marketing);

Os investimentos típicos de *Private Equity* ocorrem sob diversas modalidades, tais como:

- a) Estágios avançados (*late stage*): aporte de capital em empresas que já atingiram uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresentam fluxo de caixa positivo;
- b) Financiamento de aquisições (*acquisition finance*): capital para expansão por meio da aquisição de outras empresas;
- c) Tomada de controle pelos executivos (*MBO/I para management buyout/in*): capital para financiar a equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle de uma empresa;
- d) Estágio pré-emissão (*bridge finance*): aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até dois anos, podendo envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas;
- e) Recuperação empresarial (*turnaround*): aporte feito quando a empresa se encontra em dificuldade operacional e/ou financeira e existe a aposta na recuperação;
- f) Mezanino: investimentos em estágios avançados do desenvolvimento da empresa por meio de dívidas subordinadas;
- g) PIPES (*private investment in public equity*): é um estágio à parte, representando a aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa.

No que se refere aos critérios de seleção de investimentos das organizações de PE/VC, Fried e Hisrich (*apud* Ribeiro, 2005) identifica 15 critérios de seleção e os agruparam em três categorias: Conceito, Gestão e Retorno financeiro. Conceito refere-se à estratégia geral do negócio. Gestão é sinônimo de capital humano e baseia-se, exclusivamente, nas características dos principais executivos do time empreendedor. Retorno financeiro: como o próprio nome diz, refere-se à possibilidade de realização de ganhos com o negócio, com ênfase para a possibilidade de saída.

Tabela 02: Critérios para seleção de investimentos das organizações de PE/VC

<b>Categorias</b>	<b>Critério de Seleção</b>
Conceito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potencial de Crescimento</li> <li>• Crescimento do mercado</li> <li>• Aumento da participação no mercado</li> <li>• Redução significativa de custos</li> <li>• Inovação existente ou que possa ser trazida a mercado em até três anos</li> <li>• Vantagem competitiva</li> <li>• Necessidade de Capital</li> </ul>
Gestão	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Integridade pessoal</li> <li>• Experiência anterior positiva</li> <li>• Habilidade para identificar riscos e mitigá-los</li> <li>• Vontade de trabalho</li> <li>• Flexibilidade</li> <li>• Domínio no negócio</li> <li>• Liderança sob qualquer situação</li> <li>• Experiência de gestão</li> </ul>
Retorno Financeiro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Expectativa de saída</li> <li>• Potencial para elevada taxa de retorno</li> <li>• Potencial para elevado retorno absoluto</li> </ul>

Fonte: Ribeiro (2005)

Para delinear os atrativos de uma empresa para os investidores, Takahashi (2006) cita as seguintes características com base em informações do BNDES:

- a) Setor econômico em pleno crescimento ou com indícios fortes de crescimento futuro;
- b) Empresa entre as três primeiras do seu mercado ou com capacidade de atingir esta colocação num prazo relativamente curto;
- c) Empresa com equipe de gestão comprovadamente competente e podendo demonstrar um *track record* de sucesso conjunto;
- d) Rentabilidade atual ou potencial acima do normal;
- e) Empresa com potencial de beneficiar-se do valor adicionado que o fundo trará;
- f) Transparência contábil e administrativa e um alto nível de governança corporativa.

O processo operacional de elaboração de um projeto de captação de recursos provindos dos fundos de PE/VC é definido pelas etapas: 1. Formulação de um plano operacional (*business plan*); 2. Elaboração da carta de confidencialidade e auditoria geral (*due diligence*); 3. *Term sheets/engagement letter* ou cartas de intenção; 4. Negociação e

elaboração do contrato e acordo de acionistas; 5. Monitoramento da performance da empresa; 6. Estratégia de saída do fundo.

No sistema financeiro, a atividade de PE/VC se apresenta como uma alternativa viável ao financiamento tradicional obtido por meio de bancos. Gestores de PE/VC são agentes melhores adaptados para aceitar o risco associado ao investimento em empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro ou ativos tangíveis que possam constituir uma garantia real para financiamentos. Ao mesmo tempo, tais empresas possuem projetos com elevada expectativa de risco e retorno. Tais projetos só podem ser realizados mediante injeção de novos recursos. Para poderem financiar projetos com as características mencionadas, os gestores de PE/VC utilizam práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento. Diferentemente de investidores típicos do mercado acionário, os gestores de PE/VC costumam participar da gestão das empresas em que investem, influenciando decisões estratégicas e a própria governança corporativa. O capital de risco assume, portanto, as incertezas e os riscos destas empresas e contribui ao menos em tese, para o desenvolvimento de empresas mais competitivas por meio da seleção daquelas empresas com maiores chances de serem bem-sucedidas. (TAKAHASHI, 2006).

Os gestores podem ser entendidos dessa forma, como profissionais com poder de decisão em pelo menos uma das etapas do processo de PE/VC, captação de recursos, originação de negócios, monitoramento e desinvestimento. Possuem experiência empreendedora e de gestão empresarial, o que lhes permite desenvolver seus próprios negócios, a partir do “zero”, para que sejam financiados com recursos do fundo. Como vantagem, o negócio já nasce com as características que o fundo procura. Entretanto, quando a figura do empreendedor precisa ser exercida por um dos gestores, existe um potencial conflito de interesses. O gestor-empendedor tenderá a dar mais atenção para o negócio que ajudou a fundar do que para os demais investimentos do portfólio, principalmente se o mesmo possui um número expressivo de ações da nova empresa. Para manter um atendimento homogêneo e contínuo do começo ao fim e propiciar o efeito aprendizagem, algumas organizações se estruturam de tal forma que o gestor responsável pela concepção do negócio é o mesmo que o acompanha durante todo o processo de seleção, negociação e estruturação, podendo até se responsabilizar pelo monitoramento. Profissionais de apoio englobam analistas, *controllers*, estagiários e secretários, que auxiliam os gestores na administração dos investimentos.

Devido às características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, os veículos de PE/VC são especialmente atrativos para investidores com elevado nível de



riqueza e horizontes longos de investimento, tais como pessoas físicas com grande potencial financeiro, fundos de pensão, seguradoras, *trusts*<sup>1</sup>, *endowments*<sup>2</sup>, etc. Dado o impacto econômico-social da atividade de PE/VC em termos da criação de empresas, geração de empregos e promoção da inovação, é comum encontrar agências multilaterais e governos, por meio de bancos de desenvolvimento, empresas públicas e autarquias, entre os investidores deste setor.

Segundo Ribeiro (2005), no Brasil os fundos de pensão são os principais investidores, com 17% dos recursos. Entre eles, os fundos de pensão nacionais têm papel importante, contribuindo com 78% dos recursos investidos por esta categoria. Isso representa US\$ 535 milhões, o que os torna os grupo de investidores mais relevantes para o setor. A segunda grande fonte de recursos são os grupos empresariais, com 16% do capital. Mais uma vez, o capital nacional predominante (53%). Recursos de tesouraria de bancos, principalmente dos bancos de investimento internacionais, representam 10% do capital. Em seguida vêm os fundos de investimento, entre os quais os fundos de fundos internacionais são os mais importantes (9%). Os demais investidores, em ordem de importância, são: *trusts* e *endowments*, (9% do capital), pessoas físicas externas às organizações (8%) e outras organizações gestores de PE/VC (7% do capital). Seguradoras, que são as instituições financeiras com funcionamento semelhante à de um fundo de pensão, representam 7% do capital.

Para entender a estrutura legal utilizada pelos veículos de investimento Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) denotam que a estrutura usualmente utilizada é *Limited Partnership*<sup>3</sup> (LP). Dos 90 veículos de investimento pesquisados, 29 (32%) são LPs. Congrega 68% de todo o capital comprometido para o Brasil. As empresas de participação (*holdings*), embora relativamente numerosas, concentram menos de 10% do capital. Os fundos constituídos sob instruções de CVM (Comissão de Valores Mobiliários) são as estruturas mais frequentes: 37 veículos, totalizando US\$ 0,78 bilhão, 15% do total comprometido na indústria. Entre os fundos regidos pela CVM estão 21 FMIEEs (Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes), com comprometimentos de US\$ 170 milhões, 3% do capital, seis veículos

---

<sup>1</sup> A palavra "trust" (fideicomisso) significa a custódia e administração de bens, interesses ou valores de terceiros. Trata-se de qualquer tipo de negócio jurídico que consista na entrega de um bem ou um valor a uma pessoa (fiduciário) para que seja administrado em favor do depositante ou de outra pessoa por ele indicada (beneficiário).

<sup>2</sup> Transferência de dinheiro ou propriedade doada à uma instituição com finalidade de ser investida e se manter intacta.

<sup>3</sup> A estrutura da LP compreende pelo menos duas partes, o gestor (*General Partner*) e o(s) investidor(es) (*Limited Partner*). O *Limited Partner* fornece os recursos necessários à formação do fundo. Tais recursos são protegidos pela cláusula de responsabilidade limitada. Ou seja, o investidor não corre o risco de perder mais do que o capital investido no veículo.

instituídos sob a Instrução CVM 409<sup>4</sup>, com comprometimentos de US\$ 200 milhões, 4% do capital e dez FIPs<sup>5</sup> com comprometimentos de US\$ 410 milhões, 8,2% do capital.

No que se refere à governança do processo de investimento, o grau de delegação varia significativamente entre os veículos. O investidor pode ter grande ou nenhuma influência sobre a decisão de investir nas empresas-alvo do veículo. Nos veículos do tipo *blind pool*, os gestores tomam a decisão em nome dos investidores, sendo mínima a influência do investidor. Nos veículos em que o investidor participa do comitê de investimento, denominados de veículos com comitês participativos, os investidores podem influenciar a escolha das empresas que comporão o portfólio. Os veículos denominados *pledge funds* dão ao investidor a opção de, individualmente, participar ou não de cada um dos investimentos estruturados pelos gestores. Por fim, nos *corporate ventures* e *holdings* a decisão pode caber à diretoria ou a um conselho específico integrado por pessoas da organização-mãe, há controle total do investidor.

De acordo com Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), para incentivar o gestor a realizar os investimentos em prazo adequado, é comum a inclusão de cláusulas no regulamento do fundo estabelecendo um período de investimento, dá-se prazo para seleção de empresas e primeiro aporte de capital. No contrato mais freqüente, durante a vigência do prazo, o gestor costuma ser remunerado com base no capital comprometido para investimento. Ao final do período, nenhum novo investimento pode ser contratado, e a taxa de administração passa a incidir sobre o capital que de fato foi investido em empresas. Dessa forma, o gestor tem o incentivo de criar o portfólio de empresas dentro do prazo de investimento. Normalmente o prazo de investimento varia entre três e cinco anos.

O custo do capital no Brasil ainda é muito alto, basicamente o crédito está disponível apenas em duas modalidades: crédito padrão baseado na TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) + *spreads*; que são taxas menores que as do mercado, porém ainda elevadas para o investidor; e crédito com juro reduzido, no qual até 6% da TJLP pode ser coberta com recursos mantidos no FNDCT originados do Fundo Verde Amarelo (um dos fundos setoriais). Para o acesso ao crédito, as empresas precisam, ainda, apresentar garantias, o que as de menor porte ou as entrantes no mercado em geral não dispõem. Ainda que os recursos aprovados e liberados pelos diversos mecanismos de financiamento não estariam sendo eficientemente

---

<sup>4</sup> A Instrução 409 da CVM, publicada em agosto de 2004, passou a ser a nova regulamentação de fundos de investimento. Ela privilegia a transparência e a clareza das informações ao investidor, e consolida as antigas normas dos fundos de renda fixa, que eram de atribuição do Banco Central, e dos fundos de renda variável, antes normatizados pela CVM, em um único instrumento.

<sup>5</sup> São os fundos *IP.com*, constituído como um CVM 209 e o *Brasdesco Templeton de Valor e Liquidez*, instituído como um CVM 409.

canalizados para cumprir seus propósitos, em virtude da falta de definição de critérios. No plano privado, a situação não é diferente. No Brasil, o mercado de risco ainda é tímido. Alguns fatores parecem ter limitado o interesse dos investidores nesse segmento, principalmente os investidores institucionais. O aparato institucional e os mecanismos de financiamento ao sistema CTI (Ciência, Tecnologia e Inovação) são variados, mas têm sem mostrado pouco efetivos no fomento à inovação nas empresas.

Apesar da crescente importância da atividade de PE/VC para a economia, o volume de informação sobre o perfil e as peculiaridades desta indústria no Brasil ainda é muito restrito. A qualidade da pesquisa acadêmica publicada é irrelevante se comparado com o que já foi publicado em países da América do Norte, Europa, Ásia e Oceania. O Brasil possui um ambiente institucional peculiar, onde a volatilidade de mercado, custo de oportunidade, grau de informalidade dos negócios, eficiência do poder judiciário, cultura empreendedora, tradição de governança corporativa, entre outros, diferem de países onde a indústria de PE/VC se originou e se desenvolveu. Entre as principais diferenças constata-se adaptações sofridas pelo modelo brasileiro para atuar em seu ambiente econômico-institucional caracterizado por: poder judiciário ineficiente, pouca proteção a investidores e credores, crédito empresarial escasso e caro, burocracia e corrupção no poder público, leis e procedimentos fiscais ineficientes, tributação excessiva sobre a pessoa jurídica, alto grau de informalidade das empresas, rigidez no mercado de mão-de-obra e baixa rentabilidade e acessibilidade do mercado acionário.

O desenvolvimento do setor de PE/VC passa por questões tributárias, queda de juros, ambiente institucional e jurídico favorável, mercado de ações desenvolvido e condições para que pequenas e médias empresas se constituam e invistam em inovação. Medidas têm sido tomadas para a melhoria desses fatores, tais como a redução do imposto sobre ganhos de capital para investimentos em PE/VC, maior proteção para investidores trazida pela nova Lei das S.A., bem como um ambiente mais propício para investimentos em inovação, trazido pela Lei da Inovação. Além disso, o setor de PE/VC necessita de informações que lhes permitam realizar a identificação e a avaliação dos ativos intangíveis com mais facilidade. A criação de bases de dados, rodadas de negócios, bem como a realização de estudos de mercado, podem exercer papel importante para a atividade desses gestores. Porém, acima de tudo, uma bolsa de valores ativa, que acolha empresas de menor porte e com perfil inovador, tenderá a realimentar o setor de PE/VC com informações muito ricas que contribuirão para seu desenvolvimento.

### 3 O CAPITAL DE RISCO

#### 3.1 Definição

O Capital de risco pode ser definido como uma atividade de participação no capital de uma empresa, na maioria dos casos de empresas ainda em desenvolvimento, acentuando o aspecto mais dinâmico, arriscado e aventureiro do investimento realizado. Em outras palavras o capital de risco é uma forma de financiamento que envolve a participação através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartidas, ou seja, garantias, em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, visando rentabilidade acima das alternativas disponíveis no mercado financeiro. Uma modalidade de financiamento que pressupõe a aceitação de um alto risco em troca da perspectiva de um alto retorno futuro.

Segundo Pavani (2003), o investidor de risco “aposta” na empresa a ser investida. Ao adquirir ações torna-se um sócio da companhia. Sua remuneração se dá como a de qualquer outro acionista: através de distribuição dos lucros (dividendos) e do ganho de capital quando da venda das participações acionárias para terceiros. Tornando-se sócio do negócio, este tipo de investidor passa a ser mais do que um mero “fornecedor” de capital. Sua relação com a empresa investida é de alto envolvimento, muitas vezes de interferência no negócio. Este envolvimento tem custos e benefícios: implica, de um lado, na perda de independência dos gestores da empresa e na necessidade de informar o investidor sobre o desempenho da companhia, e pelo outro lado encaminha a empresa para uma maior organização, profissionalização da gestão e criação de processos.

No processo de investimento de capital de risco o investidor aloca o seu capital com perspectivas de retorno e rentabilidade maiores que as oferecidas no mercado financeiro tradicional, dependendo do setor, estágio de desenvolvimento e país, considerando o custo de oportunidade relacionado a cada investidor. Não obstante, as sociedades de capital de risco tentam estruturar um acordo de forma que a administração da empresa tenha um forte incentivo para se empenhar ao máximo, em busca de resultados planejados. Assim sendo, Oliveira (2004) resume sabiamente: “O capital de risco é, a rigor, um financiamento a longo prazo, de dois a dez anos, geralmente recuperado após o desenvolvimento da empresa, por meio de oferta de ações no mercado ou da venda total ou parcial do empreendimento”.

Um dos principais intuitos dos fundos de capital de risco é auxiliar as empresas em sua fase inicial de crescimento, antes de serem suficientemente grandes para se tornarem sociedades anônimas, com negociações de suas ações em bolsa de valores. Quando a empresa alcança um amadurecimento de suas atividades, provavelmente necessitará de mais recursos financeiros e, dessa forma, deverá proceder a sua primeira emissão pública de ações ordinárias ou outro tipo de oferta de papéis, modalidade de saída dos investidores de capital de risco mais comumente utilizada.

Empresas: Investimento R\$	até 10 M	10M a 200 M	200 M a 2 MM	2 MM a 5 MM	5 MM a 20 MM	20MM a 100MM
Maturidade					PE e Db	PE, Db, BI e BV
Revers./Salvam.*						PE e ApD
Expansão		RP e AI	AI, VC e AC	VC e AC	VC, PE e Apd	PE, ApD e Db
Fase Inicial	RP e IN	RP, IN e AI	AI, VC e AC	VC e AC		
Empresas Novas	RP e IN	RP, IN e AI	AI			
Semente	RP e IN	RP e IN				

\*Reversão de prejuízo ou Salvamento

RP: Recursos Pessoais, Família e Amigos  
 IN: Incubadoras de Negócios  
 AI: "Anjos" Investidores  
 AC: Aceleradoras  
 VC: Venture Capital  
 BI: Bancos de Investimento  
 PE: Private Equity  
 Db: Debêntures  
 ApD: Aquisição pelos Administradores  
 AdD: Aquisição de Administradores  
 BV: Bolsa de Valores

Quadro 01: Empresas x Investimentos

Fonte: Carlos (2004)

Takahashi (2006) cita três características específicas dos fundos de capital de risco que os tornam distintos em relação a outras empresas de investimento: apresentam envolvimento ativo com o empreendimento; participam temporariamente na empresa; aceleram a transformação da estrutura econômica das empresas. As companhias de capital de risco cederam lugar aos fundos pelo fato de estes últimos terem fornecido uma maneira efetiva de mobilizar grandes volumes de recursos de investidores externos e permitirem a realização de significativos ganhos financeiros tanto no Brasil quanto no mundo. Por estas características, o capital de risco é apontado como uma das fontes de financiamento mais adequadas ao crescimento sustentado de pequenas e médias empresas voltadas a inovação.

### 3.1.1 Crescimento econômico

Kluth e Andersen (*apud* Neto, 2007) ressaltam que pequenas empresas criadoras de novas tecnologias têm um grande potencial de crescimento e podem criar inúmeros novos postos de trabalho de alta qualificação e boa remuneração desde que financiadas a longo prazo. Guerrieri e Tylecote (*apud* Neto, 2007) afirmam que a indústria de capital de risco é o meio mais adequado para fornecer o capital e expertise empresarial para as empresas inovadoras. Conseqüentemente, esta indústria é considerada um importante instrumento para proporcionar o crescimento econômico e a renovação da indústria como um todo.

Segundo estudo de Kortum e Lerner (*apud* Neto, 2007) sobre o impacto do investimento de risco na geração de patentes, quando comparadas às demais empresas, aquelas financiadas por capital de risco apresentavam o dobro da receita, pagavam três vezes mais impostos, exportavam o dobro e investiam o triplo em pesquisa e desenvolvimento (P&D) em relação ao ativo total. Mais importante, o gasto em P&D se revertia em inovação.

### 3.1.2 Governança Corporativa

Além de incentivar o crescimento econômico, a transparência, confiança e qualidade dos relacionamentos empresariais também aumentam conforme cresce o número de empresas que recebem este investimento. Esses investidores exigem dessas empresas níveis consideráveis de governança corporativa. De acordo com o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), governança corporativa é "o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal".

As boas práticas de governança corporativa criam mecanismos eficientes para garantir que o comportamento dos executivos responsáveis pela gestão da empresa reflita os interesses de seus acionistas. Entre os instrumentos de fiscalização e controle da gestão das companhias, podem ser citados: um conjunto de deveres legais atribuídos aos administradores e acionistas controladores, atuação independente do Conselho de Administração e um sistema de informações eficiente. A adoção de tais práticas assume, como linhas mestras de conduta, a ampla transparência, a prestação de contas e a equidade. Para tal, o Conselho de

Administração, representante dos acionistas, deve exercer seu papel de estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente.

### 3.1.3 Risco versus Retorno

Analisando-se a condição de Risco versus Retorno, é relevante posicionarmos a região no qual este tipo de aplicação financeira se situa no modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). No Gráfico 02 evidencia-se que investimentos desta natureza são vistos pelos tomadores de decisão como de risco elevado e, por conseguinte, a taxa requerida de retorno é também elevada. Observa-se que, enquanto o sucesso não é limitado, podendo o investimento gerar ganhos substancialmente elevados, o fracasso se limita ao capital investido, o que dá a esse tipo de aplicação a característica de uma opção de compra (NEVES, 2003).

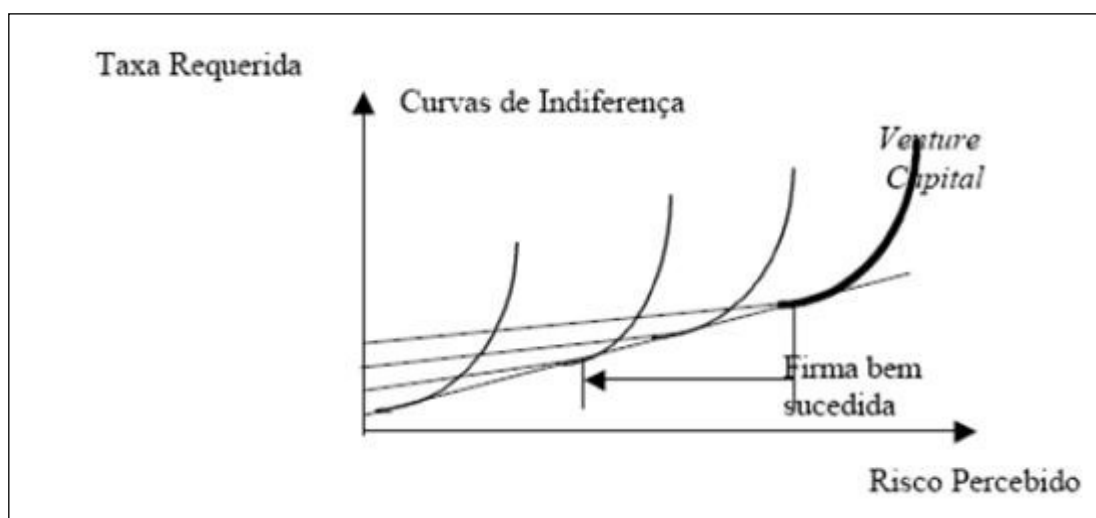


Gráfico 02: O Modelo CAPM e o Venture Capital  
Fonte: Neves (2003)

## 3.2 O funcionamento da Indústria de capital de risco

O conceito da Indústria de capital de risco aplica-se à forma de aquisição de participação acionária no capital de empresa privada fechada ou de títulos de dívida de longo prazo conversíveis em ações. O capitalista de risco aporta à empresa, todavia, mais do que

capital, na medida em que auxilia na gestão administrativa e financeira, na definição de estratégias, no recrutamento da equipe de administradores e na própria governança corporativa. Desta forma, para a gestão de risco, utilizam práticas sofisticadas de governança e monitoramento durante todo o período do investimento. Assim, diferentemente de investidores típicos do mercado acionário, os gestores de fundos de investimento em capital de risco são investidores ativos, conforme a definição cunhada por Sahlman (*apud* Neto, 2007).

### 3.2.1 Os participantes

A essência do funcionamento da indústria de capital de risco pode ser entendida através da análise do papel de cada participante no processo de investimento. Segue abaixo, de forma resumida, a atuação de cada um deles.

#### a) Angels

O aporte de recursos que viabiliza a transformação da idéia de um empreendedor em um negócio concreto pode acontecer através do chamado *Love Money* (dinheiro de parentes, amigos) ou *Seed Capital* disponibilizado pelos chamados *Business Angels*: indivíduos de grande fortuna, em sua maioria com experiência empresarial, que investem uma parcela de sua riqueza em pequenas empresas com alto potencial de crescimento. Em troca, esse investidor recebe uma parcela do capital da empresa ou promessa de retorno do seu investimento com rentabilidade pré-determinada ou relacionada ao desempenho do negócio, no caso de sucesso. Sua presença é maior nos países com mercados de capitais mais desenvolvidos, como os Estados Unidos e Reino Unido, onde possuem papel fundamental na indústria.

Nos Estados Unidos esses investidores individuais aplicam montantes inferiores a US\$ 1 milhão, ou seja, uma fração diminuta quando comparada com os investimentos das empresas de capital de risco. Porém, considerados coletivamente, os recursos que movimentam são expressivos. Em pesquisa publicada em 2000, Onsnabridge e Robinson (*apud* Neto, 2007) concluem que havia mais de três milhões de *business angels* em atuação nos Estados Unidos, investindo recursos anuais da ordem de US\$ 50 bilhões.



Além de efetuar investimentos de forma isolada, muitas vezes esses investidores se organizam informalmente e investem em conjunto, como parte de um *sindication* (*syndicated investment*). Também no Reino Unido há uma atuação intensa de *business angels*, que se comunicam através de redes informais (*business angels networks*). Todavia, ao contrário do que acontece nos Estados Unidos, raramente investem através de sindicatos (KLUTH e ANDERSEN *apud* NETO, 2007).

#### b) Fundos de Private Equity e Venture Capital

Os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* – PE/VC (nomes mundialmente utilizados fazendo referência à atividade profissional de intermediação financeira para capital de risco) trabalham na captação de recursos dos investidores e no acompanhamento do investimento. Esses fundos fazem fundamentadas análises de mercado e seleção das empresas que representam boas oportunidades de investimento. Os fundos de *Private Equity* geralmente investem em empresas que já têm sua operação consolidada com um posicionamento no mercado e geração de caixa já estabelecidos, embora isto não represente um menor envolvimento gerencial por parte dos fundos de investimento em capital de risco. Já o termo *Venture Capital* é normalmente empregado como sinônimo a investimentos em empresas nos seus primeiros estágios (CARVALHO, 2006).

#### c) Investidores

Os investidores destes fundos são, principalmente, pessoa física, grupos privados, bancos, fundos de pensão e fundos de investimentos com perfil agressivo e que busquem alto retorno ao seu capital.

No ano de 1979 as autoridades norte- americanas esclareceram que, pelo *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), os gestores de fundos de pensão estavam livres para investir em PE/VC, desde que agissem com a devida prudência. Até aquele ano, fundos de pensão representavam apenas 15% do capital da indústria. Em 1986, fundos de pensão já eram responsáveis pela metade do capital comprometido em PE/VC (SAHLMAN *apud* NETO, 2007).

No Brasil, a parcela dos investimentos de fundos de pensão nos fundos de capital de risco ainda é muito pequena, no entanto tende a aumentar na medida em que as taxas de juros

caem e o setor de capital de risco se consolida como uma opção rentável e de risco aceitável para estas instituições.

### 3.2.2 Órgãos regulatórios

Os órgãos regulatórios, como no Brasil a CVM (Comissão de Valores Mobiliários, entidade reguladora do mercado de capitais), estabelecem as normas e resoluções que regulamentam o setor. O objetivo destes órgãos é estabelecer transparência na relação entre o investidor e o gestor, constituindo normas de conduta e regras como o período do investimento, pagamento de taxas de administração, entre outras.

## 3.3 O Capital de Risco nos estágios de crescimento de uma empresa

Como demonstrado, a indústria de capital de risco é segmentada em nichos de atuação. Para cada estágio evolutivo das empresas, ocorre uma necessidade de financiamento específica, existindo um segmento da indústria de capital de risco especializado nesta necessidade. O objetivo do Quadro 02, é resumir de forma hipotética os diferentes estágios de maturidade de uma empresa, apresentar suas necessidades financeiras e quais segmentos da indústria de capital de risco normalmente investe em empresas em cada um dos estágios. A maturidade pode estar representada por diversos aspectos, como idade da empresa, volume de faturamento, número ou qualidade dos clientes, número ou potencial dos produtos ou outros elementos. No entanto, o exemplo abstrai esses aspectos para orientar uma visão hipotética das diferentes fases.

<b>Estágio de desenvolvimento</b>	<b>Características e necessidades de financiamento</b>	<b>Modalidade de Capital de Risco</b>	<b>Investidor</b>
P&D	Empresa não possui capacidade de geração de receita. Financiamento é necessário para cobrir gastos com pesquisa básica e desenvolvimento de nova tecnologia. A necessidade de capital não é grande, porém o risco de o negócio não dar resultado é muito grande.	Love Money Seed Capital Venture Capital	Capital próprio, amigos, angels investors, agências públicas de fomento.
Start-up	Nesse estágio a necessidade de capital é significativa. As despesas são as de uma empresa recém constituída, que precisa desenvolver sua área comercial, equipe, produção e ainda precisa investir muito em P&D.	Seed Capital Venture Capital	Angels investors, agências públicas de fomento.
Estágio inicial	O produto ou o serviço desenvolvido já começa a ser introduzido no mercado, ainda que em bases limitadas. A expansão do empreendimento exige contínuo investimento – que precisa ser financiado. Nessa fase, pode ocorrer alguma geração de receita, mas ainda não de lucros.	Venture Capital	Angels investors, alguns grupos privados.
Crescimento e Expansão de Mercado	A empresa já ampliou as vendas e começa a obter fluxo regular de receitas, o que aumenta sua capacidade de financiar internamente os novos investimentos. Todavia, em função da magnitude dos investimentos requeridos para uma rápida ascensão do negócio, pode ser necessário o acesso a financiamento de terceiros.	Venture Capital Private Equity	Bancos, fundos de pensão, pessoas físicas, grupos privados.
Maturidade	A empresa se estabelece no mercado e continua a gerar grandes volumes de venda, ganhando economia de escala. Uma expansão relativamente menor traduz no aumento do fluxo de caixa positivo. A empresa torna-se lucrativa e, em alguns casos, começa a se preparar para abrir capital no mercado acionário, através de uma oferta pública inicial (IPO)	Private Equity	Bancos, fundos de pensão, pessoas físicas, grupos privados.
Consolidação	Empresa e produtos já consolidados no mercado, com fator de risco para obtenção de recursos muito menor, uma vez que não há mais grandes incertezas em relação ao mercado de atuação desta.	Mercado de capitais	Todos. Desde pessoa física com poucos recursos até fundos de investimento bilionários.

**Quadro 02: Os Estágios de Maturidade de uma empresa.**

Fonte: Ribeiro (2005).

Nas diversas etapas de desenvolvimento de uma empresa, a mesma necessita ultrapassar alguns estágios prioritários. Dessa forma notamos que a empresa necessita de uma quantidade significativa de recursos durante cada um desses estágios de crescimento para atingir seu ponto de equilíbrio e assim obter o fluxo de caixa que cubra todos os prejuízos e investimentos realizados. O Gráfico 03 mostra muito bem como e quando uma empresa em desenvolvimento consegue alcançar sua maturidade.

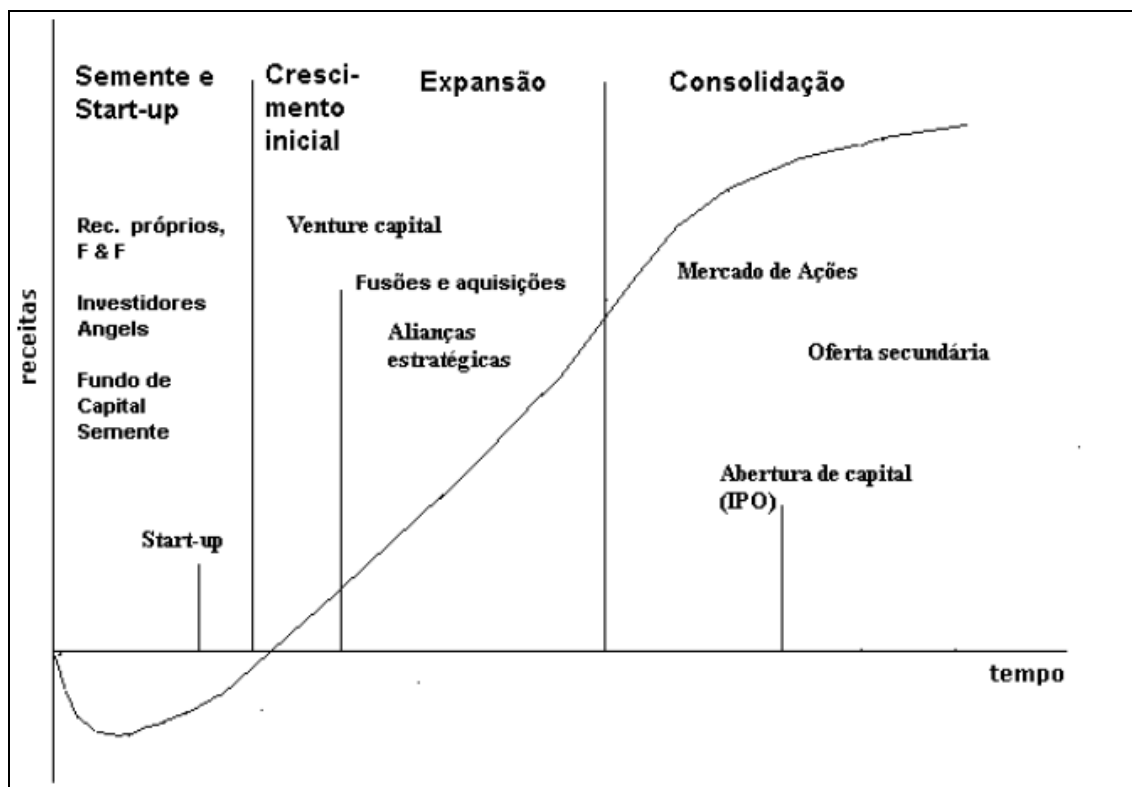


Gráfico 03: Fases de crescimento de empresas inovadoras e fontes de financiamento  
Fonte: Neto (2007)

A maturidade advém então da absorção de conhecimento e capital necessário para administrar a idéia do plano pré-estabelecido entre os agentes, resultando dessa forma na consolidação no mercado e a uma necessária forma de se realizar o desinvestimento. A abertura do capital através de um IPO, como exemplificado, é uma das ferramentas mais utilizadas atualmente nesse processo.

No que se refere à absorção do capital de risco nestas etapas nota-se que este tipo de capital é requerido já a partir da concepção de uma empresa. O capital de *business angels* participa ativamente desta primeira etapa de desenvolvimento levando logo para as seguintes etapas a inserção do capital provindo do *Venture Capital* e do *Private Equity* nesta ordem como demonstra a Quadro 03.

Fontes de Recursos	Estágio de Crescimento e Desenvolvimento da Empresa				
	Concepção/ Criação	Start Up	Estágio Inicial	Crescimento/ Expansão	Maturidade
<b>Lucros Acumulados</b>				X	X
<b>Clientes</b>			X	X	X
<b>Fornecedores</b>		X	X	X	X
<b>Parceiros</b>		X	X	X	X
<b>Governo (doações)</b>	X	X	X	X	X
<b>Incentivos fiscais</b>			X	X	X
<b>Recurso do próprio empreendedor ou de família e amigos</b>	X	X			
<b>Sócios - Business Angels</b>	X	X			
<b>Sócios - Capital de Risco</b>		X	X	X	
<b>Sócios - Private Equity</b>				X	X
<b>Sócios - Emissões Públicas</b>					X
<b>Financiamentos Bancários</b>			X	X	X

Quadro 03: Fonte de Recursos x Estágio de Crescimento

Fonte: Pavani (2003).

Na fase Concepção/Criação da empresa, as fontes de recursos mais usuais são as poupanças do próprio empreendedor e de pessoas de suas relações pessoais; recursos a fundo perdido de instituições de fomento; e capital de *business angels*. Na fase de *Start Up*, além das fontes disponíveis na Concepção/Criação, o leque de fontes passa a incorporar também o capital de risco e parceiros. No Estágio Inicial a empresa passa a ter acesso também a recursos de incentivos fiscais, de clientes e de financiamentos bancários. Na etapa de Crescimento/Expansão, as fontes ampliam-se significativamente em relação à etapa anterior, passando a incluir lucros acumulados e *Private Equity*, este último por conta das operações serem de maiores volumes e menores riscos para os investidores que as de estágios iniciais. Ao final de todos os estágios, quando a empresa está madura, o mecanismo de capital de risco é substituído pelo mercado aberto de ações e emissões públicas, permanecendo todas as outras fontes da etapa anterior.

Para a realização da primeira etapa de captação de recursos e a concretização de todo o processo de investimento de uma empresa uma série de atores são envolvidos. A relação entre

os mesmos passa a ser um fator de extrema importância. Podemos entender o processo de financiamento a empresa como uma série de relações e fluxos de atores, onde o investimento somente ocorrerá se estes tiverem acumulado conhecimento e experiências. Segundo Lundvall (*apud* Neto, 2007), “o conhecimento é o recurso mais fundamental da economia moderna, e o processo mais importante é o aprendizado,” o qual “é predominantemente interativo e imerso num processo social, que não pode ser entendido fora do contexto cultural e institucional.”

Pavani (2003) demonstra muito bem os aspectos que determinam o processo de aprendizado e de acumulação do conhecimento no Sistema de Financiamento, no segmento de Capital de Risco e também no Sistema Nacional de Inovação através de alguns requisitos. Começando com a acumulação e gradação: esta diz respeito à decisão dos agentes pelo início de operação, permanência ou expansão no segmento Capital de Risco em função dos conhecimentos acumulados; História e trajetória: a qual condiz com as experiências anteriores dos atores e o que eles já realizaram, sua permanência no tempo e sua trajetória influenciam diretamente o que estas organizações farão no futuro; Interação: mesmas culturas, geografia, história, e códigos sociais podem facilitar a interação entre os agentes; Rotina: criação de rotinas e a formalização de procedimentos permitem que os conhecimentos sejam explicitados e facilitem o processo de aprendizado dos indivíduos.

No que se refere às relações e fluxos existentes entre os agentes investidores, a Figura 02 ajuda a entender como tal fato ocorre no segmento do Capital de Risco.

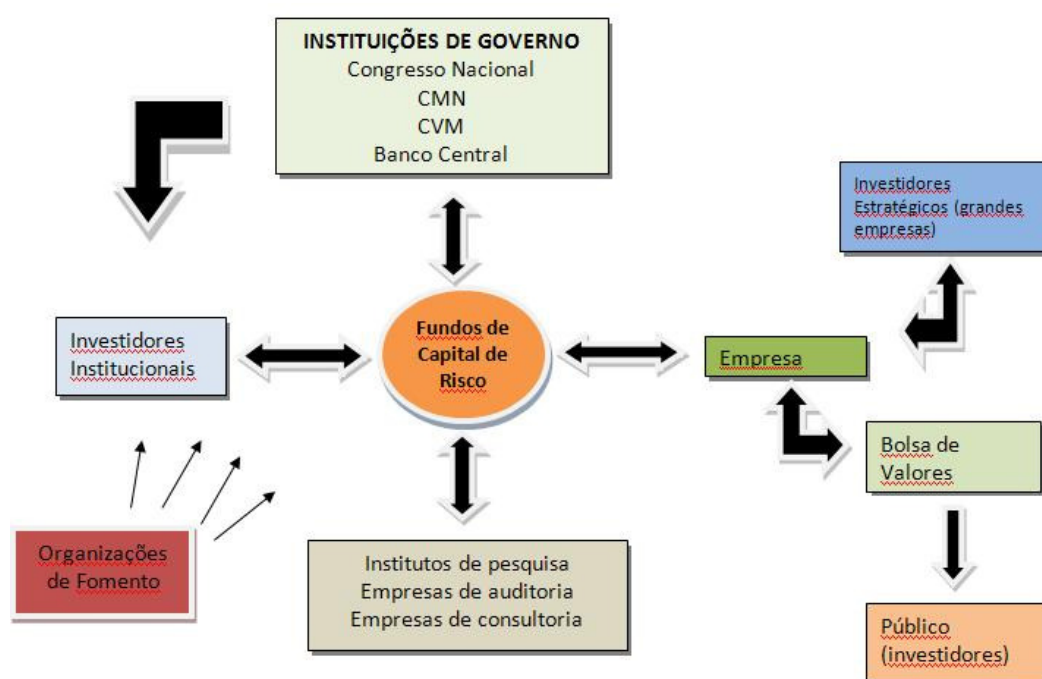


Figura 02: Relações e Fluxos

Fonte: Pavani (2003)

Dentre os principais atores existentes, alguns podem ser destacados.

- a) Instituições de governo: Formulam leis, estabelecem o arcabouço regulatório, fiscalizam e controlam o segmento de Capital de Risco. São o poder legislativo e os agentes reguladores e fiscalizadores. No Brasil, são o Congresso Nacional, Banco Central, CMN e CVM.
- b) Organizações de fomento: Podem ser organizações governamentais e não governamentais que entendem a ação do capital de risco como importante para o atingimento de seu fim. No Brasil, algumas delas são: Sebrae, IEL, fundações de amparo à pesquisa, Finep, Endeavor. Estas organizações têm relações com todos os participantes do segmento Capital de Risco.
- c) *Business Angels*, Fundos de Capital de Risco e Fundos de *Private Equity*: São os agentes de investimento.
- d) Empresas de consultoria, instituto de pesquisa, empresas de auditoria: Geram informação para os atores, ajudando-os no processo decisório.
- e) Empresas tomadoras: São os que necessitam de recursos financeiros para o seu processo de crescimento e desenvolvimento.
- f) Bolsas de Valores e mercado de balcão organizado: São organizações responsáveis em criar e manter mercados transparentes e justos, e que permitem a saída dos investimentos através da oferta pública de ações<sup>6</sup>. São entidades auto-reguladoras, ou seja, regulam e punem o comportamento dos seus membros, estabelecendo as regras das negociações.
- g) Investidores estratégicos: Geralmente são empresas que buscam posicionamento no mercado através de aquisição de outras empresas. São uma das alternativas de saída dos Fundos de Capital de Risco e de Fundos de *Private Equity*.
- h) Investidores institucionais, empresas, pessoas físicas ricas, fundações: São fornecedores de recursos de longo prazo para os Fundos de Capital de Risco. No Brasil, vale destacar a atuação do Finep, que criou um *fund of funds*, do BNDES e do Sebrae, que investem diretamente em fundos regionais. Estas instituições, juntamente com recursos de pessoas físicas e jurídicas privados, atuam como fornecedores de recursos para Fundos de Capital de Risco. Importante observar que a participação dos fundos de pensão como investidores de longo prazo no

---

<sup>6</sup> A oferta inicial de ações ao público, ou, em inglês, *Initial Public Offering* (IPO), é a forma que permite a liquidez das ações dos investidores através do mercado pulverizado e público.

Brasil é muito pequena, em comparação onde a indústria de Capital de Risco é mais desenvolvida.

### 3.4 A organização e o ciclo completo de investimento do Capital de Risco

Por Gorgulho (1996), observa-se que o Capital de Risco costuma atuar no mercado de crédito sob algumas formas organizacionais:

- a) Fundos de Capital de Risco: Fundos geridos por uma empresa administradora e seus sócios são investidores de longo prazo. O administrador pode ser independente (ex: CRP, Investidor Profissional e Stratus) ou ligado a uma instituição financeira (Bancos Pactual, Santander, etc.).
- b) Subsidiárias corporativas: A atividade de capital de risco é exercida por uma subsidiária corporativa de uma instituição financeira ou de uma grande empresa, os recursos do fundo são provenientes do caixa destas instituições. Ex: Intel, Votorantim, Natura e Promon.
- c) Holdings independentes: Atuam como fundo, mas seu formato jurídico é o de uma *holding*. Este tipo de fundo é bastante comum no mercado brasileiro. A forma de constituição é a de uma empresa fora do país, em geral paraíso fiscal, a integralização do capital é realizada fora do país, em geral em paraíso fiscal, a integralização do capital é realizada fora, e o dinheiro entra no país sob a rubrica capital estrangeiro. Ex: LatinTech e Eccelera.

Os processos fundamentais que originam o negócio do Capital de Risco ganham destaque na Figura 03.



Figura 03: Etapas de origem do Capital de Risco

Fonte: Adaptado de Pavani (2003).



O ciclo do investimento de um gestor pode ser basicamente definido por: (a) Captação de recursos; (b) Originação e seleção de investimentos; (c) Análise e avaliação; (d) *Due Diligence*; (e) Negociação; (f) Aporte de capital (g) Monitoramento; (h) Saída.

- a) Captação de recursos: Os gestores dos fundos saem em busca de investidores em todo o mundo, na maioria das vezes ainda sem destino específico para o dinheiro. Obviamente a credibilidade dos gestores é peça fundamental para a captação.
- b) Originação e seleção de investimentos: Ocorre a seleção de empresas e projetos. Além de trabalhar de forma ativa na procura por bons projetos, eles também recebem propostas de empresas e empreendedores buscando investimento. Porém, na grande maioria das vezes são escolhidas as propostas identificadas pelos próprios gestores ou por indicações. Afinal, as pessoas que indicam oportunidades de investimento costumam ter uma reputação a ser preservada. Dificilmente indicariam um negócio se não confiassem no empreendedor. Nesta fase, as análises são ainda pouco profundas, sendo que as que forem selecionadas passarão por processo mais detalhado. Para cada investimento realizado, gestores de PE/VC chegam a avaliar uma centena de projetos e empresas, o histórico do empreendedor e das pessoas que compõem a administração da empresa, demonstrando a sua capacidade gerencial, o ramo de atividade, destacando e comparando o nível tecnológico do mercado com o da empresa, potencial de crescimento, projeções de venda e participação de mercado, principais produtos/serviços e vantagens competitivas destes, análise SWOT: pontos fortes e fracos, oportunidades e ameaças do negócio, demonstrativos financeiros e contábeis, as projeções financeiras realizadas pelos empreendedores, colocando-as à prova para verificar o entendimento que o empreendedor tem de seu próprio negócio.
- c) Análise e avaliação: Como futuros sócios, os gestores vão esmiuçar o negócio no qual deverão investir seu dinheiro. Após analisar com cuidado o histórico da empresa, do próprio empreendedor e a integridade das informações prestadas no Plano de Negócio, o passo seguinte é avaliar o negócio sob a perspectiva de investidor. Para obter uma idéia clara do modelo de negócios e obter mais informações em relação às pessoas por trás do negócio, normalmente contatam clientes atuais e potenciais, fornecedores, especialistas no setor em que a empresa atua e até empreendedores que já fazem parte do portfólio do gestor para verificar a percepção de qualidade e de valor do produto/serviço Baseado em Acordo de

Confidencialidade, com dados obtidos na empresa e no próprio mercado, faz-se projeções do fluxo de caixa para um período de cinco a dez anos, estimando-se o valor presente da empresa, ajustado ao risco da operação. Para esta projeção, trabalha-se com diversos cenários, otimistas a pessimistas, analisando, entre outras variáveis, volume de vendas, participação de mercado, margens por produto, estrutura de custos e necessidade de investimento.

- d) *Due Diligence*: Se o investimento fizer sentido e a empresa estiver de acordo, inicia-se um processo de avaliação extremamente cauteloso, geralmente executado por uma empresa de auditoria, à procura de possíveis problemas na empresa, tais como passivos trabalhistas, ambientais, licenças e operações não contabilizadas. Este processo normalmente é executado antes mesmo das negociações de valor da empresa – chamado de *Valuation* – devido à extensa análise executada para tal e longa negociação entre o fundo e o empreendedor, de forma que se inverter-se o processo, o *Valuation* muitas vezes teria que ser refeito.
- e) Negociação e estruturação do investimento: Essa etapa determina o valor atribuído à empresa e qual o valor do investimento a ser feito (mais sobre isto na seção *Valuation* de Ativos Intangíveis). Nas empresas nascentes é mais comum que os fundos fiquem com participação minoritária – devido ao empreendedor deter o conhecimento da tecnologia na qual o negócio está fundamentado. Já nas empresas em desenvolvimento, onde há necessidade de reestruturação ou mudanças de gestão, o fundo vai querer o controle ou pelo menos o poder de veto sobre decisões estratégicas. Nos estágios mais avançados de negociação ocorre o detalhamento da estrutura financeira e legal: constitui-se o acordo de acionistas e elabora-se a política de governança corporativa para que o fundo possa participar do desenvolvimento do projeto. Segundo Sahnman, Gompers & Lerner (*apud* Neto, 2007), as organizações de PE/VC nos Estados Unidos adotam alguns mecanismos que visam mitigar possíveis conflitos e propiciar o maior monitoramento do empreendimento. Dentre as cláusulas que definem os direitos, responsabilidades e deveres de cada parte, são comuns as que dão ao sócio investidor o direito de nomeação de cargos-chaves na companhia, de nomeação de um auditor independente, de participação no Conselho de Administração. Comumente são inseridas cláusula de não-competição para os principais executivos da empresa, impedindo que estes venham a trabalhar para concorrentes ou iniciar empreendimento concorrente durante um determinado período de tempo.

- f) Conclusão do negócio e aporte do capital: A entrada do capital dos fundos de PE/VC é feita sob forma de ações (ordinárias ou preferenciais), quotas de participação, debêntures conversíveis, opções, bônus de subscrição ou warrants (RIBEIRO, 2005). O capital utilizado na empresa depende de qual a sua maturidade e é normalmente utilizado para Pesquisa e Desenvolvimento de novos produtos e tecnologias, ampliação da capacidade produtiva e logística, contratação de profissionais e consultorias, implementação de sistemas de gestão, entre outros.
- g) Monitoramento: Fase na qual o fundo monitorará – participando ativamente - a utilização do seu investimento para gerenciar o risco e obter o seu resultado financeiro. Uma das formas de promover a comunhão de interesses entre o fundo e os executivos da empresa é atrelar a remuneração deles ao desempenho dos negócios, oferecendo bônus e participação acionária. O gestor vai querer inocular uma nova cultura competitiva e potencializar ao máximo o seu retorno. Para isso, utilizará todo o arsenal disponível: experiência e rede de contatos, possibilidade de ganhos de escala – aproveitando outras empresas do portfólio do fundo, abertura para novas linhas de financiamento, profissionalização, entrada em novos mercados e, acima de tudo, inovação.
- h) Saída: Após período de médio/longo prazo (que varia de 5 a 10 anos), algumas vezes já pré-definidos por contrato, ocorre a “saída” do investimento, que pode ser feita de diversas formas, dentre as quais: abertura do capital da empresa através da bolsa de valores, sendo esta considerada a melhor maneira para ambas as partes, inclusive para a sociedade em si que ganha mais opções de investimentos; entrada de investidores estratégicos, isto é, outras empresas que se beneficiam da sinergia entre seus ativos atuais e posicionamento estratégico com o da empresa adquirida, possivelmente tendo 100% das ações compradas por uma grande empresa do setor, ou ainda ocorrendo uma fusão em que as ações da incorporadora sejam líquidas, possibilitando a saída do fundo de investimentos; a venda para outros investidores institucionais financeiros que desejem diversificar seus investimentos; a recompra pelos acionistas originais.

### 3.5 Valoração de Ativos intangíveis

O processo de valoração do empreendimento é um dos passos mais importantes de todo o processo. É dali que se decide o volume financeiro a ser investido e dali sairá a parcela de capital social de cada participante. Por ser um passo tão delicado, muitas vezes o *valuation*, como a valoração é comumente chamada no mercado, se torna motivo de atrito entre os gestores de capital de risco e empreendedores.

O valor de um empreendimento cujos ativos são intangíveis devido à sua natureza são de difícil mensuração. As discordâncias nascem principalmente devido à assimetria entre as partes, que inclui informações em relação à tecnologia que deverá fazer o negócio crescer, as visões em relação ao futuro do empreendimento e por último, mas não menos importante, o que, sentimentalmente, o projeto representa para cada um. Abordagens interessantes são executadas neste processo, a fim de chegar a um acordo entre os empreendedores e os gestores de capital de risco.

Segundo estudo de Ribeiro e Tironi (2007) sobre os ativos intangíveis, estes tornaram-se a principal fonte de competitividade para as empresas operantes na Economia do Conhecimento. A indústria de capital de risco se desenvolveu concomitantemente à crescente importância dos ativos intangíveis na economia. Exatamente por gerir projetos que duram de 5 a 10 anos, entendendo as particularidades de uma empresa baseada em ativos intangíveis, e por analisar um grande número de projetos para cada decisão de investimento, o setor desenvolveu ferramentas e os indivíduos passaram a adquirir uma maior sensibilidade para a mensuração destes.

Em seu estudo, afirmam que dentro de cada critério, os gestores de Capital de Risco no Brasil avaliam diversos ativos intangíveis das empresas, utilizando indicadores objetivos e subjetivos. Esses indicadores podem variar para cada setor. Os principais ativos intangíveis observados são: direitos de propriedade intelectual e tecnologia, capital humano, capital relacional (base de clientes e reputação) e capital organizacional (capacidade inovadora, processos internos e modelo de negócios).

O Capital Humano é o principal fator analisado pelos gestores antes da realização de seus investimentos. Este fator é especialmente relevante para empresas de serviços. Um bom exemplo de avaliação é o de uma das organizações pesquisadas por Ribeiro e Tironi (2007), a qual é feita em quatro níveis: 1. Qualidade da alta gestão; 2. Existência de profissionais, na

própria empresa, que possam substituir os atuais executivos; 3. Capacidade de atração de talentos; 4. Gestão do capital humano pela empresa.

Para a realização da valoração da oportunidade de investimentos, duas abordagens são usualmente utilizadas: fluxos de caixa descontados e avaliação por múltiplos de mercado.

No primeiro caso, parte-se de uma projeção de receitas, custos, despesas e investimentos, e aplica-se uma taxa de desconto, para trazer os fluxos anuais a valor presente. Todas as premissas para o método são geradas ao longo do processo de análise do empreendimento. Conforme a empresa avança no processo e mais informações são agregadas, o modelo sofre adaptações, alterando-se as estimativas de fluxo de caixa e do risco do negócio (fator da taxa de desconto) - e, conseqüentemente, a expectativa de valor do negócio.

No segundo caso, o gestor compara o negócio com empresas de um mesmo setor e características semelhantes, que estão na bolsa de valores ou que tiveram valores de transações declarados no mercado. Em geral, compara-se o valor da empresa com sua capacidade de geração de caixa (EBTIDA, isto é, lucro antes de impostos, juros, depreciação e amortização) ou, em casos especiais, até mesmo com o número de cliques em banners na internet.

É comum que os dois métodos sejam utilizados simultaneamente, para afinar a percepção de valor do negócio. Em ambas as abordagens, o valor dos ativos intangíveis é incorporado na avaliação da empresa através da projeção da influência, especialmente na geração de caixa e obtenção de lucro. Outros fatores incorporados nas análises com base na experiência dos gestores ou ainda com a ajuda de consultorias, são os fatores de risco envolvidos no investimento. Tais como, risco tecnológico: quanto mais inovadora for a tecnologia, mais difícil fica para avaliar o seu real potencial de mercado; risco no modelo de negócios: mudanças na empresa, no mercado e nos clientes pode inviabilizar o modelo atual de negócio. Para evoluir e manter-se bem sucedida, a empresa precisa de uma boa governança corporativa; risco de gestão: o mais relevante dos riscos, a troca da equipe de gestão pode trazer grandes prejuízos para a empresa se esta não estiver preparada e o processo não for bem administrado; risco de saída: tendo em vista que as saídas mais rentáveis ocorrem por meio de IPO e venda estratégica, o risco de saída é o risco de o ativo não encontrar interessados devido a condições adversas de mercado, o que seria um sério problema para obter-se o retorno aos investidores; outros fatores de risco: risco de diversificação do portfólio de empresas investidas, risco de o mercado não corresponder às expectativas ou se tornar adverso por algum motivo.

Após executado o *valuation* da empresa para entender o potencial do empreendimento com a tese de investimento e estratégia realizada, diferentes abordagens são seguidas para chegar-se ao valor de investimento e percentual de participação acionária, dependendo do setor, dos riscos envolvidos e da fase de maturidade em que se encontra o empreendimento.

A abordagem mais comum é executar o *valuation* no negócio sem considerar o investimento, ou seja, continuando “andando pelas próprias pernas”. A diferença encontrada serve de base para a negociação e o resultado costuma ser a divisão do valor agregado pelo investimento entre as partes.

Uma abordagem bastante interessante e que merece ser exemplificada é a do Fundo Novarum, da gestora de PE/VC brasileira Jardim Botânico *Partners*. Por investir em empresas nascentes, que algumas vezes ainda nem saíram do papel, trata-se de valorar somente ativos intangíveis. A argumentação do gestor é de que para uma empresa seja bem-sucedida em sua primeira fase de vida, três recursos críticos e igualmente relevantes são necessários, formando-se um triângulo: equipe, conhecimento e capital.

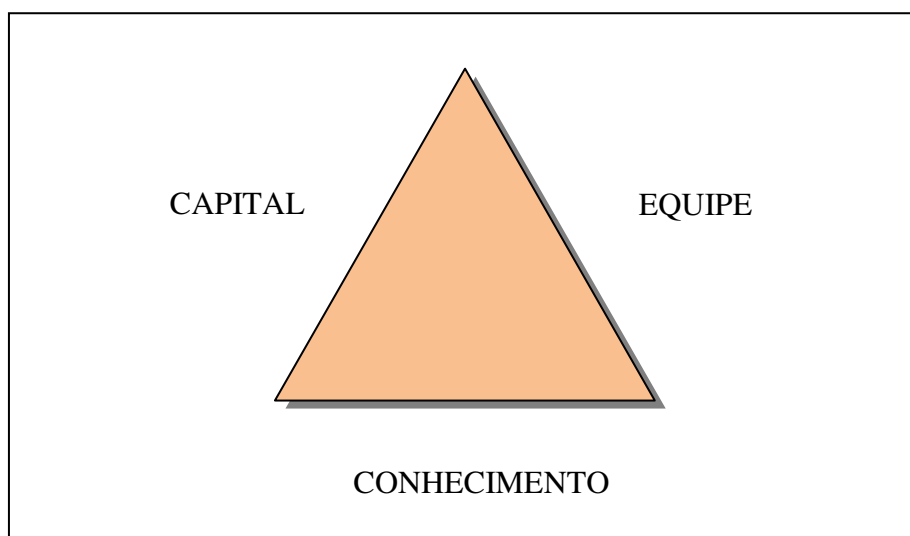


Figura 04: Triângulo dos recursos críticos para uma empresa start-up  
Fonte: Neto (2007)

A equipe é responsável pela execução do plano de negócios. O conhecimento é o diferencial competitivo de base tecnológica que os empreendedores detêm e o capital é o financiamento necessário para que a tecnologia se desenvolva e possa se tornar viável do ponto de vista do negócio. Neste contexto, cada um dos três recursos críticos merece uma participação no capital da empresa, de aproximadamente um terço do negócio. Portanto, a participação do Fundo *Novarum* ao financiar um empreendimento está sempre entre 30% e

40%. O aporte realizado é, necessariamente, o montante mínimo para que a empresa se financie até que comece a gerar lucro. Esta abordagem, segundo o próprio gestor, muda o foco da questão para que se avalie o “valor relativo” de cada tipo de sócio, necessário ao sucesso do empreendimento. Reduz assim o desgaste potencial do processo de negociação de valor da empresa com base em premissas que, pela própria natureza do negócio e seu estágio de desenvolvimento, são bastante subjetivas.

### **3.6 O Capital de Risco e sua relação com as empresas de base tecnológica e inovadora**

O capital de risco tem como lógica a aceitação de um elevado risco no presente em troca de expectativas de alta rentabilidade no futuro, compatível com o risco assumido, constituindo-se um investimento de longo prazo com maturação superior a cinco anos (SOLEDADE *et al*, 1996). Isso significa que os capitalistas de risco devem renunciar a vários anos de dividendos. Guimarães (1992) destaca que o capital de risco tem também como características a participação minoritária e temporária em empreendimentos de pequeno e médio portes em sua fase inicial até sua primeira expansão. Entretanto, são comuns os casos de participação em empresas já consolidadas que desejam expandir. Para entender a importância dessa forma de financiamento para as empresas inovadoras é preciso ressaltar algumas características estruturais das atividades que envolvem ciência e tecnologia.

Frenkel (1993) destaca o alto risco, a perspectiva temporal indefinida e a dificuldade de apropriação privada dos benefícios, os quais provocam uma subcapitalização crônica das empresas intensivas em P&D, dado que os mercados financeiros não são capazes de direcionar fluxos de recursos regulares e suficientes para manter e expandir a atividade de P&D. A incerteza da atividade inovadora relaciona-se com o retorno financeiro duvidoso do produto ou processo desenvolvido pela empresa de alta tecnologia e pela necessidade de elevados gastos de pesquisa e desenvolvimento (P&D), pois se trata muitas vezes de setores marcados pelo rápido obsolescimento dos produtos e pela presença de grandes concorrentes. Por essas razões os investimentos nessas empresas são arriscados, o que diminui o interesse das instituições financeiras tradicionais em favor de investimentos onde o grau de risco é menor e existam garantias de retorno mais visíveis em curto prazo.

Por fim, o Capital de Risco passa a ser possibilidade mais viável e adequada de financiamento das empresas de base tecnológica, especialmente as de pequeno e médio porte.

- a) Substitui empréstimos bancários tradicionais, caracterizados por taxas de juros elevadas e prazos curtos; dispensa apresentação de garantias reais exigidas pelos bancos na contratação de financiamentos, geralmente inexistentes nos casos de empresas recém-criadas; e evitam saídas de caixa para pagamentos de juros, resgates e amortizações, que representam encargos onerosos para jovens empresas e dificultam bastante o reinvestimento do lucro (GORGULHO, 1997);
- b) Nos casos das pequenas e médias empresas inovativas, não há a possibilidade de acesso ao mercado de capitais para financiar o seu processo de expansão. Além disso, os empreendedores geralmente necessitam de volume de recursos superior à sua capacidade de geração interna (SOLEDADE *et al*, 1996);
- c) Possibilita o aproveitamento de projetos inovadores de empreendedores sem condições financeiras para concretizar o negócio (SANTOS *et al*, 1987; GUIMARÃES 1992), o que é comum nos casos de *spin-offs*<sup>7</sup> universitários;
- d) Propicia redução do risco das atividades inovativas pela diversificação, já que os investimentos são realizados numa carteira de empresas de alta tecnologia de tal forma que o possível fracasso de uma empresa seja mais do que compensado pelo sucesso de outras. O risco também pode ser reduzido pela seleção criteriosa de empresas (SANTOS *et al*, 1987; SOLEDADE *et al*, 1996).

Capital de risco deve ser entendido como uma forma de participação no capital de uma empresa, geralmente nova. É possível afirmar que: “... esta possibilidade de vincular o financiamento a uma troca por ações, no caso de empresas novas, elimina um dos principais entraves à implantação de novas e/ou pequenas empresas com alta densidade tecnológica: a exigência de apresentação de garantias reais” (FRENKEL, 1993).

### **3.7 Os principais fatores que influenciam o tamanho da indústria de capital de risco**

A literatura internacional traz diversos autores que focam seus estudos em análise histórica dos países e os fatores que influenciam o tamanho da indústria de capital de risco - que varia bastante entre países e ao longo do tempo. Resumidamente, os principais estudos demonstram que os fatores determinantes são (NETO, 2007):

---

<sup>7</sup> Spin-offs refere-se ao processo de criação de novas empresas a partir de outras já estabelecidas no mercado ou por pesquisadores universitários.



Jeng e Wells (2000): disponibilidade e receptividade do mercado acionário aos IPOs de empresas investidas; mobilidade da mão-de-obra (em especial aquela qualificada); qualidade dos padrões contábeis.

Romain e Van Pottelsberghe (2004) adicionam: nível de Pesquisa & Desenvolvimento e efetiva produção de inovação – levantada através do número de patentes depositadas em cada país; nível de empreendedorismo de sua população; oportunidades de inovação tecnológica – medida pelo estoque de conhecimento nas empresas; programas governamentais dos países; as taxas de juros praticadas no país, e a diferença entre as de longo-prazo e aquelas de curto-prazo, devido à sua influência no destino do capital dos investidores e no custo de captação das empresas; estabilidade econômica e evolução do Produto Interno Bruto.

Outros fatores importantes observados incluem (NETO, 2007):

Gompers e Lerner (1998): alíquota de imposto sobre ganhos de capital; tamanho e crescimento do mercado de previdência privada e sua regulamentação.

Meggison (2004), Cumming et al (2004) e Bottazzi et al (2005): grau de eficiência do poder judiciário e o sistema legal utilizado no país.

Conforme a literatura evidencia, quanto melhor o sistema legal: maior a parcela de investimentos em empresas pequenas e de alta tecnologia; mais rápido o processo de originação e seleção de oportunidades de investimento; maior a probabilidade de co-investimento entre gestores; menor a probabilidade de que investidores requeiram fluxos de caixa intermediários antes da realização da saída; maior a probabilidade de que saídas ocorram por IPO e menor a probabilidade de saída por meio de revenda da participação ao empreendedor; e, finalmente, maior a taxa de retorno obtida.

### 3.8 O Capital de Risco no Mundo

A transformação do capital de risco “informal” para o tipo de instituição financeira formada pelos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* aconteceu no EUA em 1946, com a criação da *America Research and Development* (ARD), por George Doriot, professor da Universidade de Harvard, para financiar empresas na região de Boston. Desde então, este mercado se desenvolveu muito no país e no restante do mundo. Apesar disto, os Estados Unidos ainda concentram mais de 70% do capital levantado e mais da metade do capital

investido no mundo. O país também é considerado como aquele com maior disponibilidade deste tipo de investimento para o desenvolvimento de negócios.

Em 1982, o setor norte-americano já contabilizava 331 organizações gestoras com US\$ 7,6 bilhões em capital comprometido. Estas organizações empregavam 1.031 profissionais, responsáveis por 918 investimentos realizados naquele ano. O valor dos investimentos realizados em 1982 chegou a US\$ 1,45 bilhão (SAHLMAN *apud* NETO, 2007). Hoje, o montante envolvido em capital de risco no país saltou para US\$ 400 bilhões, segundo GVCepe/Endeavor (2007). Segundo estimativas do banco de investimentos UBS, existem US\$ 600 bilhões de recursos neste tipo de fundo em todo o mundo e, portanto, impressionantes dois terços se encontram no país.

Segundo Kenney *et al* (*apud* Neto, 2007), a primeira onda de globalização desta atividade ocorreu entre o final dos anos 1970 e o início dos anos 1980. Incluiu países como Malásia, Cingapura, Taiwan, Coréia e Israel onde a implantação da indústria foi muito bem sucedida. Outros países, entre eles a Índia, tiveram uma implantação mais tardia. Mesmo na Europa a indústria é relativamente nova. Segundo Bottazzi *et al* (*apud* Neto, 2007), 53% das organizações européias gestoras de capital de risco tem menos de nove anos de idade (foram formadas a partir de 1997). No entanto, o volume aplicado tem crescido muito: durante a última década, o setor captou fundos no valor de 406 bilhões de Euros, segundo o jornal espanhol *El País*, sendo que em 2004 somaram 27,5 bilhões, e em 2006 saltaram para 90 bilhões de Euros.

Demonstrando a sua importância para o continente, pesquisas apontam para conclusões interessantes: cerca de 95% das empresas européias financiadas por capital de risco afirmaram que não existiriam ou não teriam se desenvolvido tão rapidamente sem o aporte deste tipo de financiamento. Em certos países europeus, a oferta de crédito é bastante limitada para empresas de menor porte. Neste contexto, a indústria de capital de risco oferece uma alternativa viável ao financiamento empresarial (BOTAZZI *apud* NETO, 2007).

O capital de risco também demonstrou-se importante no processo de recuperação da Coréia do Sul da crise que se abateu sobre os mercados asiáticos no final dos anos 90. As medidas de apoio às empresas de base tecnológica, incluindo incentivos ao capital de risco, resultaram em grande impulso na economia.

O panorama do mercado de capital de risco, no entanto, está em processo de mudança. Com as economias emergentes passando gradativamente de seguidoras para propulsoras da economia mundial, estes fundos estão cada vez mais investindo seus recursos nestes países – demonstrando o quanto a evolução do PIB está correlacionada ao montante de capital de risco

investido em um país. Considerando-se que hoje 66% dos recursos destinados a este segmento ainda se encontram nos Estados Unidos, tudo leva a crer que o Brasil e outras economias emergentes ainda receberão grandes aportes de capital de risco.

### **3.9 O Capital de Risco no Brasil**

O capital de risco teve seu início no Brasil em meados da década de 70, principalmente com os investimentos do BNDESPAR, iniciados em 1973 e com aportes em empresas de vários tamanhos. Esta primeira incursão teve como objetivo a viabilização de projetos do II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento) do Governo Geisel (Pavani 2003). Em 1976, o capital de risco ganhou mais força com a criação do Adten (Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional) idealizado pela FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos). Os investimentos destes programas foram concentrados em empresas de grande porte o que as tornaram mal sucedidas em relação aos seus objetivos de contribuir para a criação e dinamização do mercado de capitais. (PAVANI, 2003).

A iniciativa privada começou a participar do capital de risco em 1975 com a criação da BrasilPar, porém considera-se que apenas em 1980 a BrasilPar se tornou efetivamente uma empresa de capital de risco. Com US\$ 14 milhões os gestores desta empresa investiram principalmente em empresas de informática (82,8 % da carteira). (PAVANI, 2003). A CRP (Companhia Riograndense de Participações) foi criada logo após da BrasilPar se tornar uma empresa de capital de risco, em 1982. Este grupo possui forte atuação na região sul do Brasil e como administradora de capital de risco e opera carteira própria de terceiros. Desde sua criação a CRP expandiu bastante o alcance de seus investimentos por meio dos fundos Caderi Capital de Risco S.A (1990), RSTec (1999), SCTec (2000) e SPTec (2002) atuando assim no Rio Grande do Sul, Santa Catarina e, mais recentemente, São Paulo. Esta empresa foi a primeira a fazer diversos investimentos de pequenos valores tendo feito investimento médio de aproximadamente R\$ 600 mil, de acordo com a Associação Brasileira de Capital de Risco (2003).

Apesar do capital de risco ter sido iniciado no Brasil na década de 70, apenas em 1994 ocorreu o primeiro reconhecimento do capital de risco pelos órgãos reguladores. A Comissão de Valores Mobiliários em 1994 decidiu baixar a Instrução CVM Nº 209/1994 que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento

em Empresas Emergentes. Esta Instrução foi um marco para o capital de risco e a partir de 94 a maioria dos fundos de capital de risco foram registrados de acordo com esta instrução, sendo chamados de FMIEE (Fundo Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes).

Destaca-se que no período entre 1995 e 2002, uma série de ações importantes foram implementadas por setores do governo e pela iniciativa privada. Dentre estas Pavani (2003) cita a criação do Programa de Apoio ao Setor de Software (Prosoft) – BNDES; Projeto INOVAR; criação da Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR); segundos mercados; ampliação da atuação da gestora CRP.

Analisando-se dados referentes à indústria de capital de risco brasileira, percebe-se que esta ainda é incipiente se comparada à de países desenvolvidos. No entanto, devido aos mesmos fatores – anteriormente relacionados - que estão fortificando nosso mercado acionário, esta indústria está em grande expansão. Segundo pesquisa elaborada pela GVCepe, Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas e pelo Instituto Endeavor, entidade de incentivo ao empreendedorismo, os gestores de capital de risco já comprometeram US\$ 16,72 bilhões em mais de 400 empreendimentos até julho deste ano. O volume impressiona principalmente quando comparado com dados de 2004: segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), o valor comprometido era de apenas US\$ 5,58 bilhões.

O Gráfico 04 mostra o histórico do início das operações de gestoras de capital de risco no Brasil. Apesar de não incluir as organizações que deixaram o mercado antes de dezembro de 2004 e também algumas que já se tornaram inativas, o gráfico permite vislumbrar aspectos importantes da formação da indústria brasileira de PE/VC.

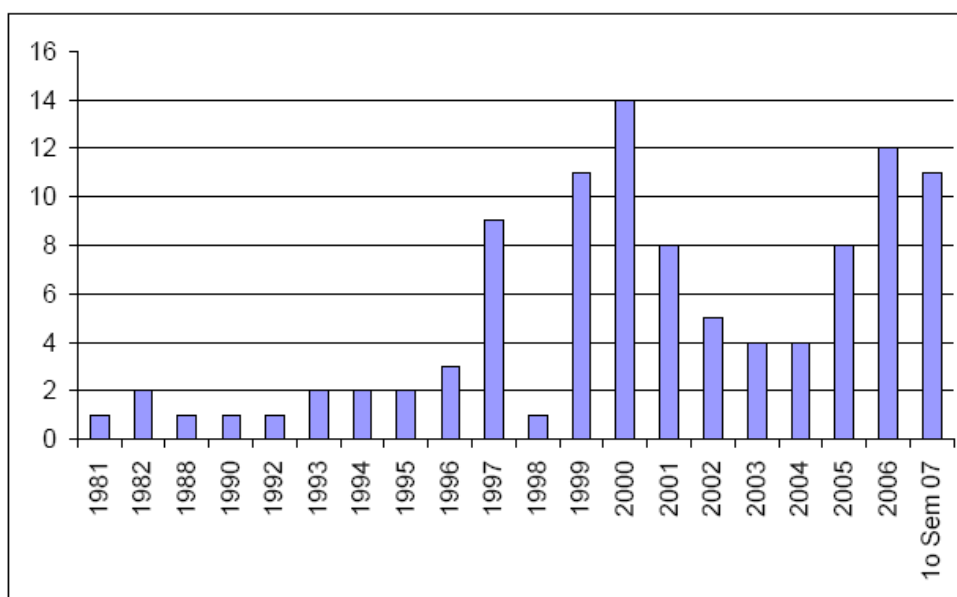


Gráfico 04: Início da atividade de gestores de capital de risco no Brasil  
Fonte: Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006)

Para os autores, o Brasil possui um ambiente institucional peculiar, onde volatilidade de mercado, custo de oportunidade, grau de informalidade dos negócios, eficiência do poder judiciário, cultura empreendedora, tradição de governança corporativa, entre outros, diferem de países onde a indústria de PE/VC se originou e se desenvolveu. Conforme opera em ambiente tão distinto, falhas adaptativas tendem a ocorrer. Com o tempo, a indústria se molda ao ambiente, criando um novo modelo de PE/VC.

Pesquisas desenvolvidas pela ABCR/Thomson Venture Economics (2004) sobre o tema no Brasil mostram que os estágios das empresas que mais receberam investimentos no país foram empresas que estavam em expansão e empresas públicas (Gráfico 05). As empresas no estágio de expansão recebem aportes de capital tanto de *venture capital* como de *private equity*. Já os investimentos de capital de risco em empresas abertas são realizados através dos fundos de *private equity* e são conhecidos pela sigla PIPE (*private investment in public enterprises*).

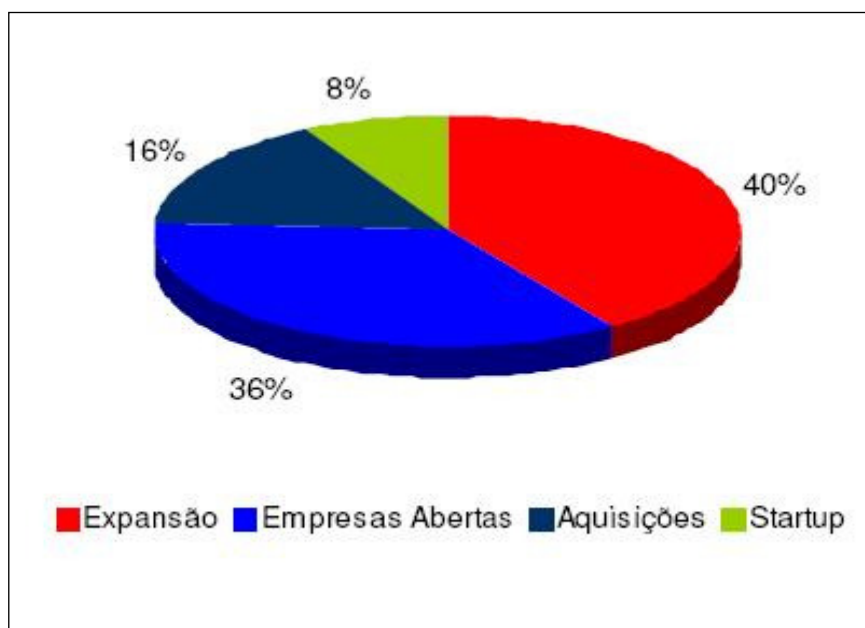


Gráfico 05: Aporte de capital por estágio de expansão  
Fonte: Carlos (2004)

Uma característica importante do capital de risco é que os setores que recebem mais investimento são os baseados em tecnologias e inovação. Isto ocorre porque apesar de as empresas de *private equity* possuírem patrimônio maior que as de *venture capital*, os fundos especializados em ambos tipos de operação procuram empresas que possuem uma possibilidade de alto crescimento. No Brasil, como a taxa básica de juros é historicamente

alta, os investimentos dos fundos de capital de risco precisam possuir expectativa de taxa interna de retorno superior a taxa básica, pois necessitam compensar o custo de oportunidade e serem ao mesmo tempo bastante atrativas, diminuindo a aversão ao risco do investidor.

No Brasil, devido ao volume ainda baixo de investimentos de capital de risco, é difícil de analisar a concentração de investimento nos setores relativos à tecnologia por meio de pesquisa, pois alguns investimentos de grande montante acabam por distorcer a análise de pesquisas deste tipo. Se analisarmos os EUA, país com maior volume de investimentos de capital de risco do mundo pode-se perceber este comportamento com maior clareza.

Os setores mais investidos nos EUA, de acordo com a pesquisa *MoneyTree* da *PriceWaterhouseCoopers* de final de 2005 são software e biotecnologia.

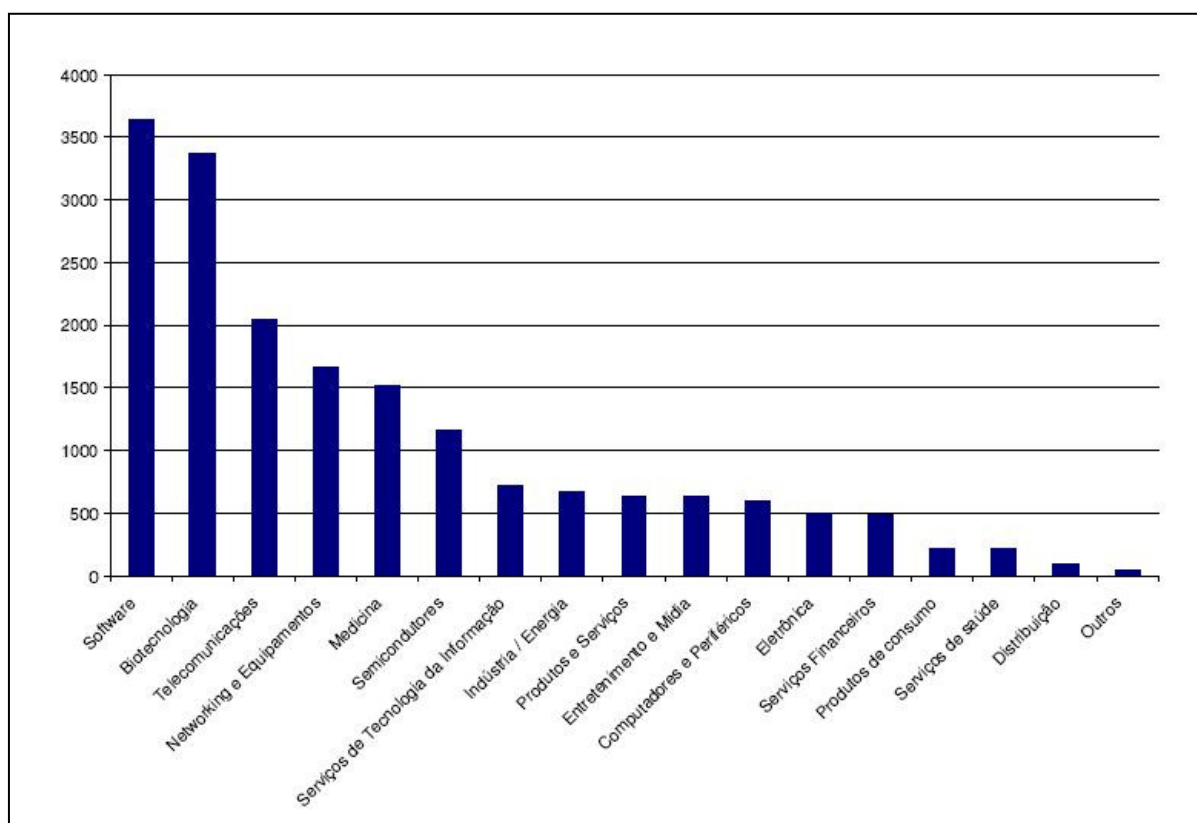


Gráfico 06: Setores x Investimentos

Fonte: Carlos (2004)

O fato de o capital de risco fazer investimentos no período que varia entre 2 a 10 anos relaciona-se à falta de liquidez dos ativos que os fundos adquirem. Em geral as empresas investidas possuem ações com liquidez pífias e por este fato o fundo precisa acompanhar o desenvolvimento da empresa por todo este tempo e fazer com que a ação tenha uma liquidez

maior, a um valor atrativo para o fundo. A falta de liquidez foi um fator muito importante para o histórico do capital de risco.

A chamada “Bolha da Internet” foi um marco para esta indústria, pois muitos fundos tiveram perdas significativas por terem investido grandes montantes em empresas que outrora foram avaliadas por montantes menos representativos. A informação da rentabilidade desses negócios é de difícil acesso, mas este fato pode ser visualizado na queda dos volumes de investimentos de capital de risco em todo o mundo, no período entre os anos 2000 e 2003. Os gráficos 07 e 08 mostram este comportamento claramente.

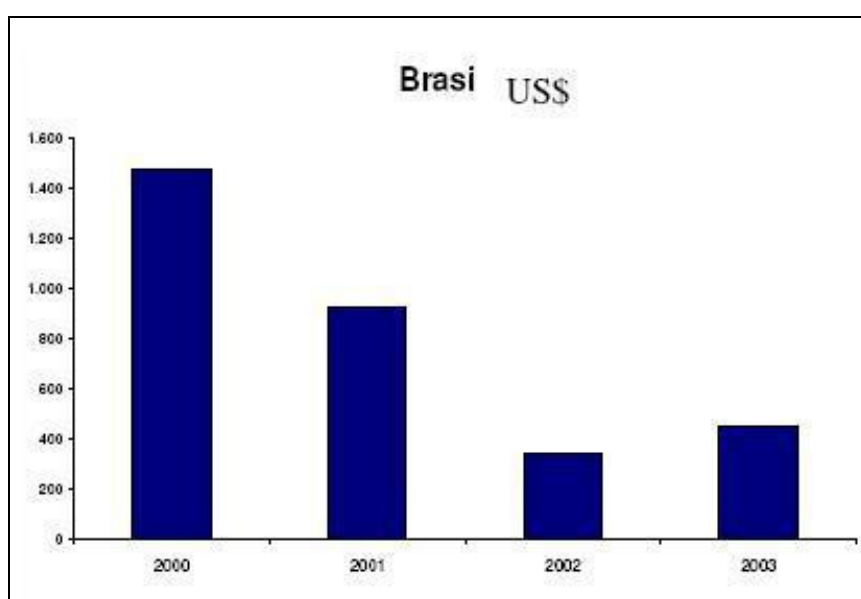


Gráfico 07: Comprometimento do Capital de Risco Brasil  
Fonte: Carlos (2004)

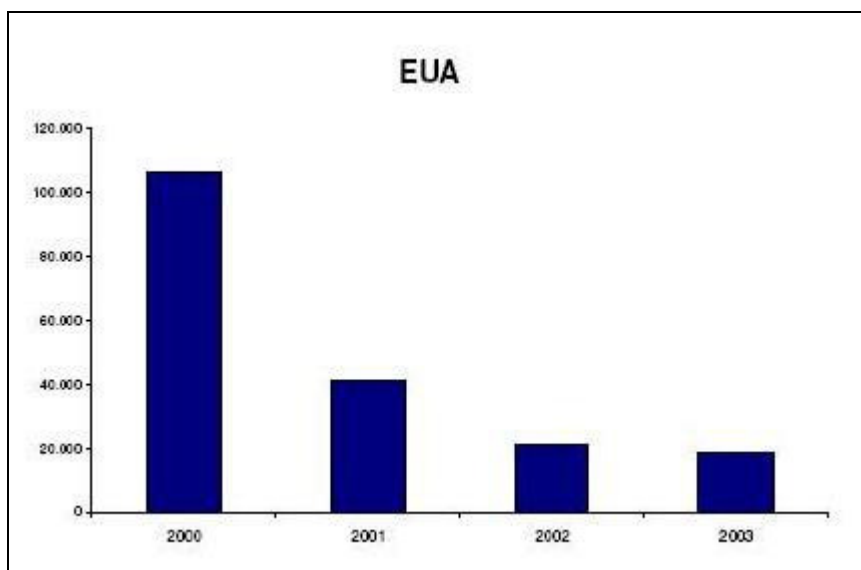


Gráfico 08: Comprometimento do Capital de Risco Brasil  
Fonte: Carlos (2004)

Em 2000, auge da euforia de investimentos em empresas “pontocom”, baseadas na internet, os fundos de capital de risco estavam investindo grandes volumes de recursos e em muitas empresas. Já em 2001 após as ações de companhias com o mesmo perfil terem despencado na bolsa de valores, principalmente na NASDAQ, o volume de investimentos retraiu bastante.

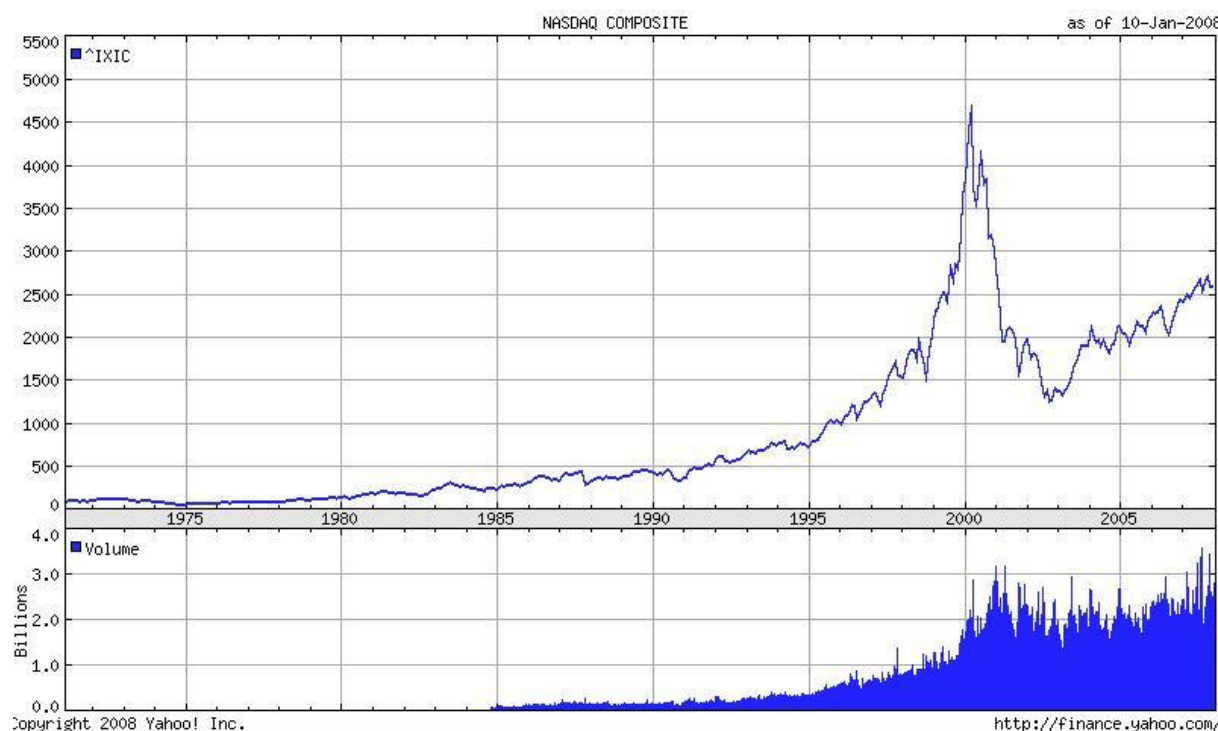


Gráfico 09: Comportamento do índice Nasdaq 1975-2005

Fonte: Finance Yahoo (2008)

No Brasil, existiam no período apenas dois fundos de capital de risco negociados na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, os dois faziam investimentos em empresas “pontocom” e foram constituídos na época da “bolha da internet”. A cotação das ações destes fundos é representada pelos gráficos 10 e 11.



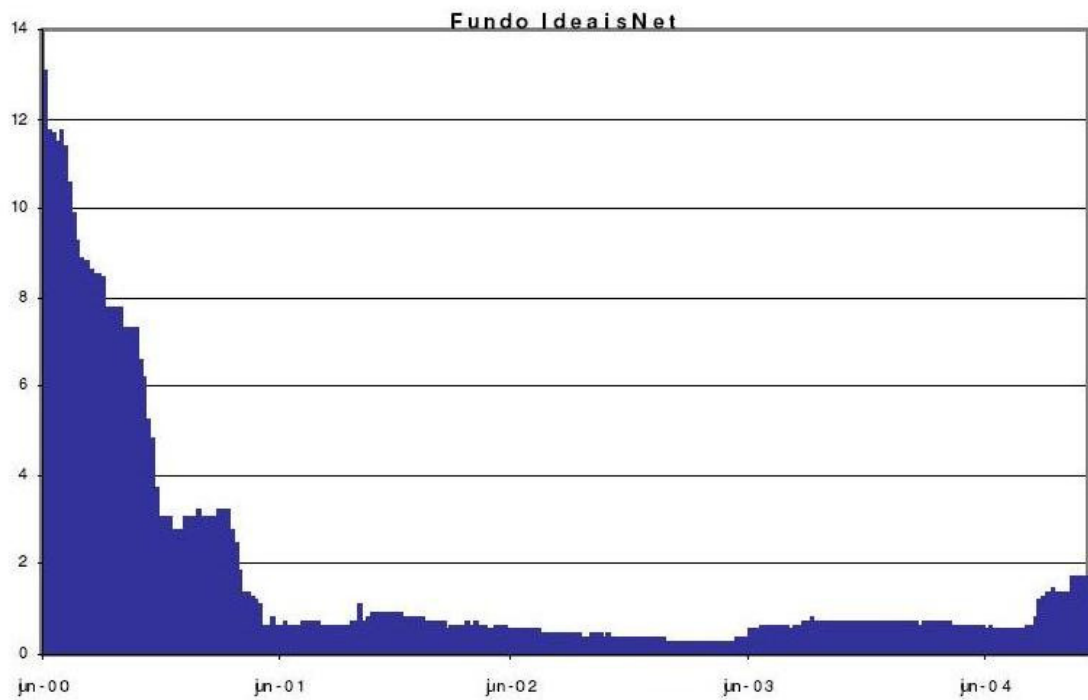


Gráfico 10: Rentabilidade fundo IdeaisNet de 2000 a 2003  
 Fonte: Carlos (2004)

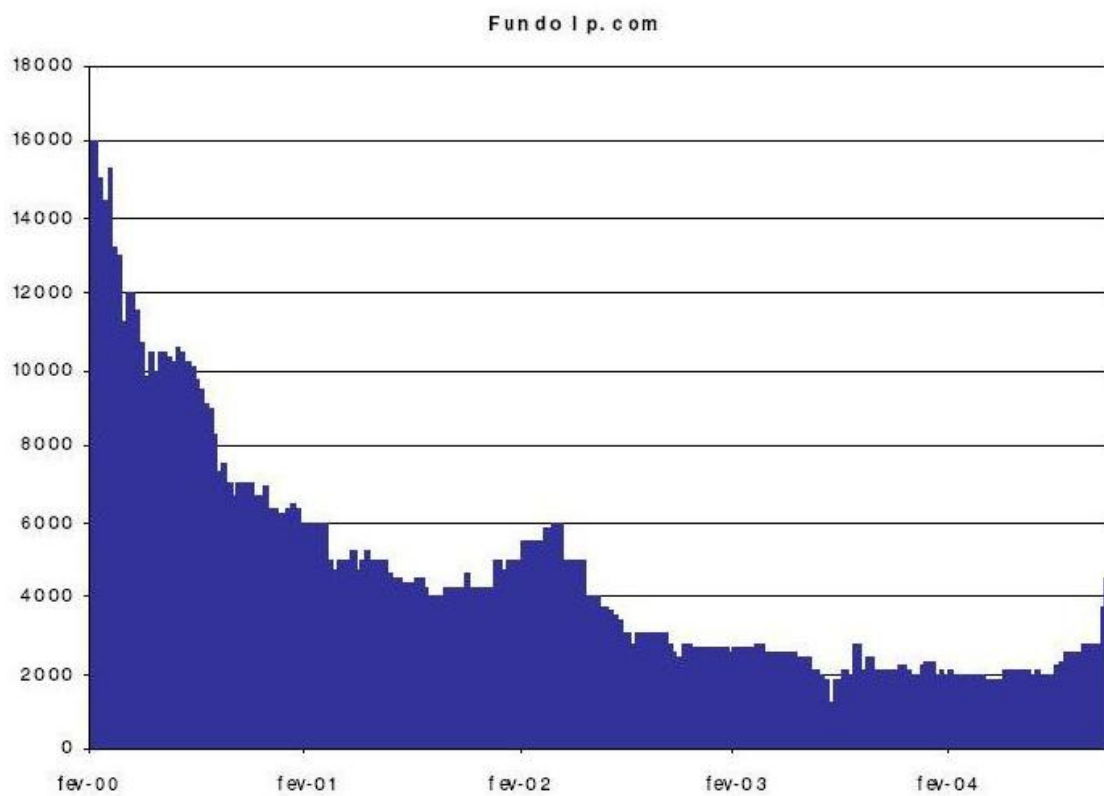


Gráfico 11: Rentabilidade fundo Ip.com de 2000 a 2003  
 Fonte: Carlos (2004)

O acontecimento da “bolha da internet” é bastante interessante para demonstrar os riscos contidos no capital de risco, em especial no *Venture Capital*. No ano 2000 muitas empresas investidas por *Venture Capital* fizeram lançamento público de ações e os fundos renderam bastante com a expectativa existente para as empresas de internet. No entanto, em 2001, com a chegada da crise e uma conseqüente desvalorização dos fundos, os quotistas realizaram perdas significativas. Apesar da “bolha da internet” aparentemente ter sido um evento isolado, ela pode contribuir para o entendimento do risco existente nos fundos de tal modalidade.

Em conseqüência disso, os investimentos em empresas “não tecnológicas” alcançaram R\$ 1.120 milhões ou 86% do total de aportes em 2003. Nos últimos quatro anos este segmento permaneceu na liderança dos investimentos de capital de risco, demonstrando uma cautela dos investidores em relação às indústrias de alta tecnologia. Como resultado, os dois maiores investimentos deste setor representaram 51% de todos os investimentos feitos no Brasil.

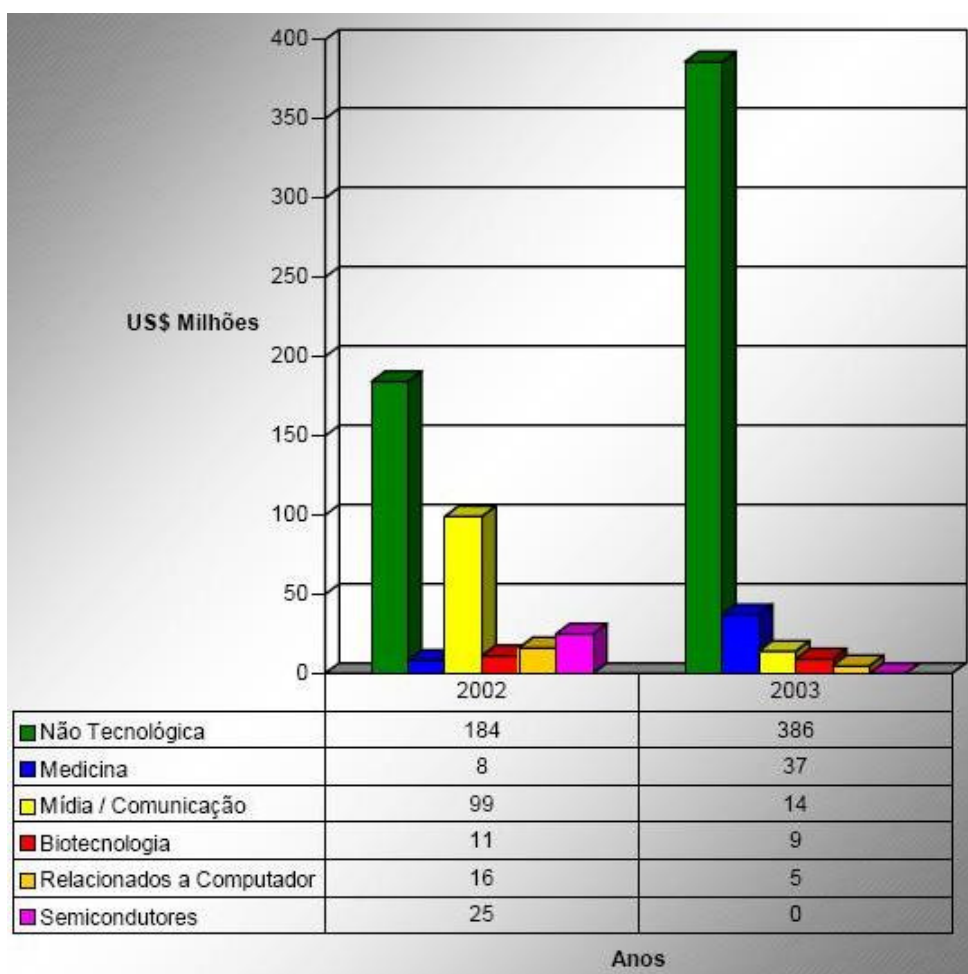


Gráfico 12: Investimentos em Capital de Risco no Brasil por Indústria (2002 – 2003)

Fonte: ABCR/Thomson Venture Economics

Como exemplificado nos parágrafos anteriores, fundos de *Venture Capital* podem proporcionar alta rentabilidade, porém possuem alto risco. O Gráfico 13 compara os diversos tipos de investimentos existentes e ratifica o alto retorno e a alta volatilidade do capital de risco. Como exemplificado no parágrafo anterior, fundos de *Venture Capital* podem proporcionar alta rentabilidade, porém possuem alto risco. Ressaltando que o mesmo está baseado no período de 1969 a 1999, período antes da bolha.

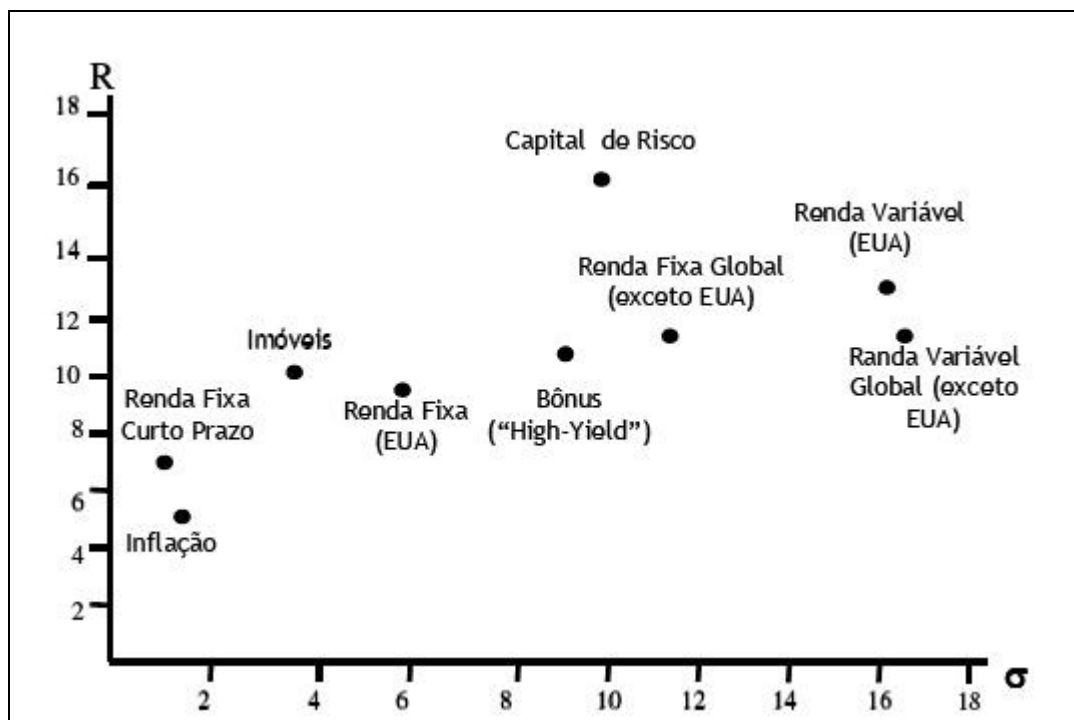


Gráfico 13: Risco x Rentabilidade

Fonte: Carlos (2004)

Depois de dois anos consecutivos em queda os investimentos em capital de risco no Brasil aumentaram 7% de 2002 para 2003, 32% em dólar. De acordo com os resultados da pesquisa 54 empresas brasileiras receberam R\$ 1.308 milhões em 2003, um crescimento em relação aos R\$ 1.211 milhões em 2002 em 79 empresas. Apesar do número de empresas que receberam investimentos ter diminuído, o investimento médio por empresa aumentou de R\$ 15,2 milhões em 2002 para R\$ 24 milhões em 2003. Esse aumento pode ser atribuído a alguns grandes investimentos feitos em empresas de energia e serviços públicos.

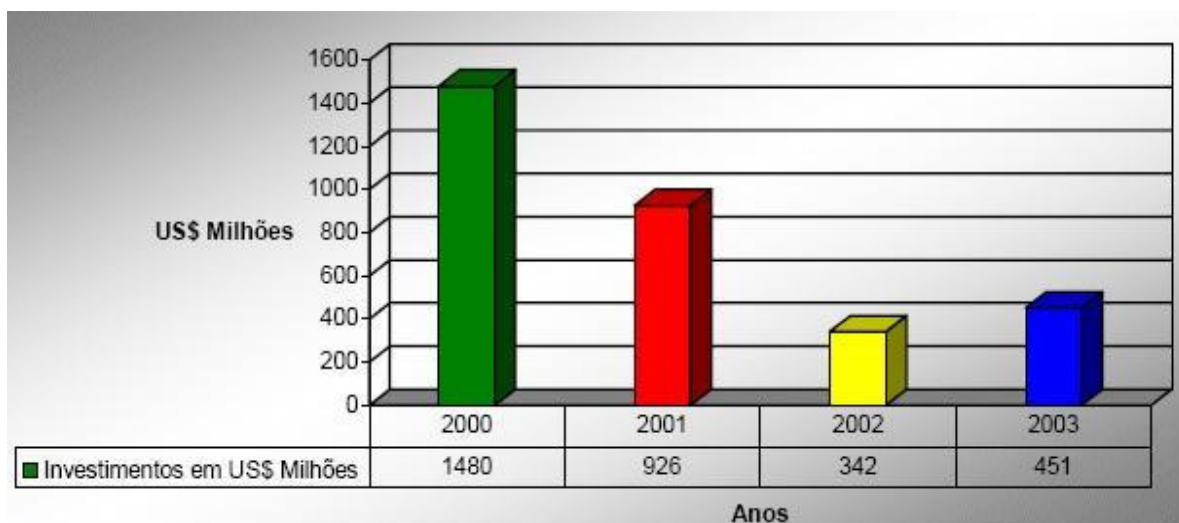


Gráfico 14: Investimentos em Capital de Risco no Brasil (2000 a 2003)

Fonte: ABCR/Thomson Venture Economics

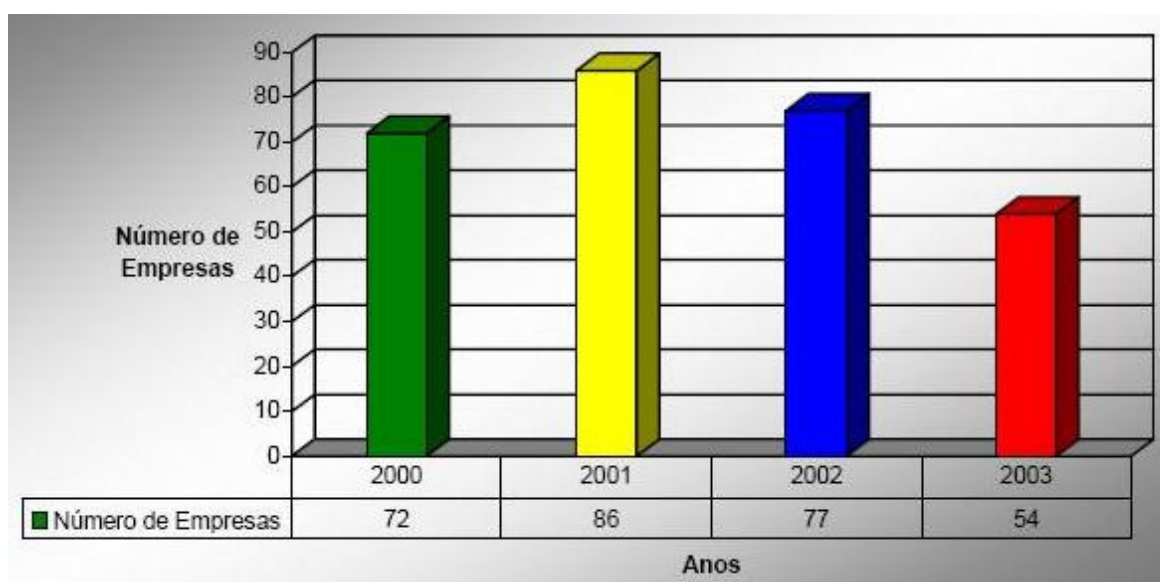


Gráfico 15: Investimentos em Capital de Risco por número de empresas (2000 a 2003)

Fonte: ABCR/Thomson Venture Economics

No que tange a distribuição regional dos investimentos de capital de risco no território brasileiro neste mesmo período, observa-se que São Paulo permaneceu como a região mais atrativa. Das 54 empresas investidas 21 têm sede neste Estado. Minas Gerais alcançou 18% deixando o Rio de Janeiro em terceiro lugar com 15%. Em quarto lugar ficou o Rio Grande do Sul com 9% e Santa Catarina com 4 empresas e 7% em quinto.

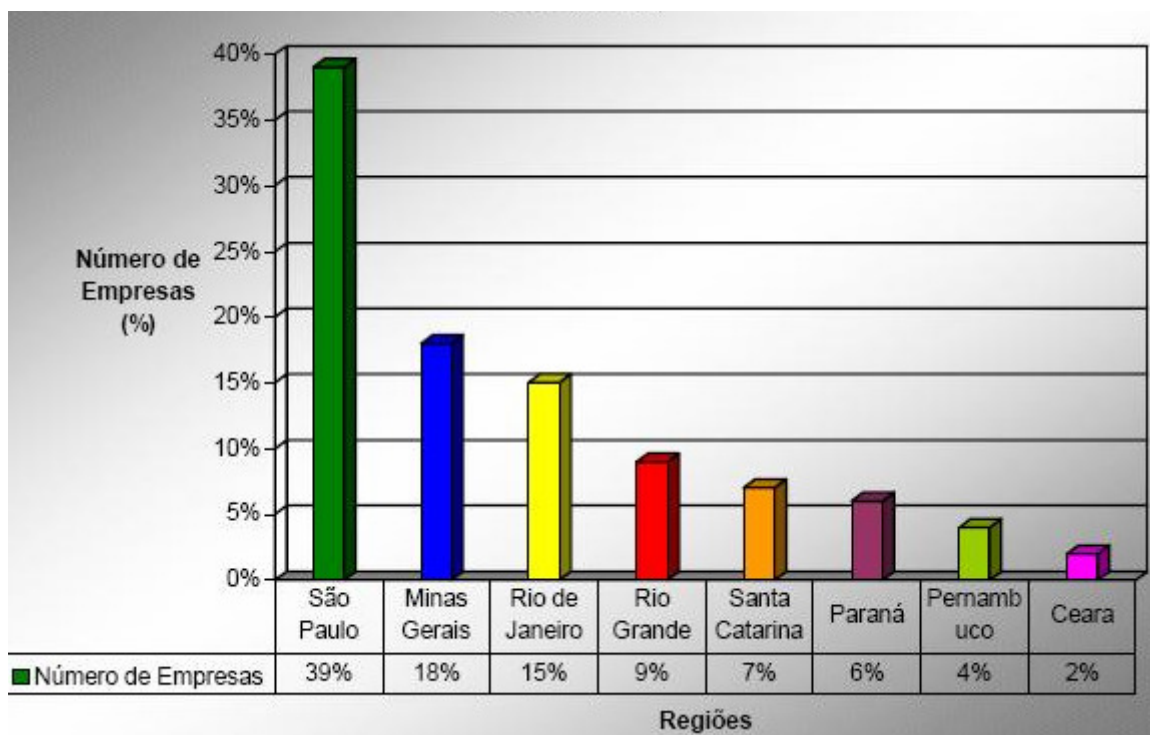


Gráfico 16: Investimentos em Capital de Risco por Região (%)

Fonte: ABCR/Thomson Venture Economics

### 3.9.1 Bolsa de Valores

O impacto da Indústria de capital de risco também pode ser medido pelo mercado acionário. Nos EUA, pouco mais da metade dos IPOs realizados em 1999 foram de empresas financiadas por PE/VC. Juntas, receberam a maior parte dos US\$ 71 bilhões levantados naquele ano. Como vimos, por ser considerada a melhor alternativa de realização dos investimentos, um mercado acionário sólido e com grande volume de recursos movimentados é uma grande premissa para o desenvolvimento da atividade em volumes expressivos.

Na verdade, existe um círculo virtuoso na relação entre ambos, na medida em que quanto maior e mais líquido o mercado acionário, maior o número de investimento de risco serão realizados, devido à maior possibilidade de saída. Assim, um maior número de empresas com aporte de PE/VC abrirão o seu capital e tornarão o mercado de ações maior e mais líquido.

O mercado brasileiro vem passando por este fenômeno. A partir de 2004, uma série de fatores ajudaram a bolsa de valores a atingir valorização dos ativos e volumes financeiros negociados recordes. Dentre eles, destacam-se a alta liquidez mundial, o grande crescimento

econômico vivido em todo o mundo, a estabilidade econômica alcançada pelo país, a diminuição das taxas de juros e a criação de segmentos de governança corporativa mais transparentes e com regras que defendem o interesse do investidor.

Acompanhando esta grande valorização, o número de IPOs no Brasil foi recorde. Para se ter uma idéia da velocidade de crescimento, somente no primeiro semestre de 2007, houve um número maior de abertura de capital do que todo o ano de 2006, no qual houveram 26 operações. Segundo levantamento da Thomson Financial, o volume captado em 2007, até o mês de novembro, foi de US\$ 28,51 bilhões, muito superior aos US\$ 6,6 bilhões de 2006. O crescimento no Brasil foi muito maior que o apresentado em todo o mundo, onde o volume total de IPOs até novembro foi de US\$ 277,52 bilhões, 15% superior aos US\$ 241,40 bilhões do ano passado. Desta forma, a participação do Brasil nas operações mundiais passou de 2,7% em 2006 para 10,3% até o mês de novembro em 2007. Nesse mesmo período, cresceu também a porção relativa à América Latina, de 70,0% para 80,8% do total.

Segundo dados da pesquisa GVCepe/Endeavor (2007), de 2004 até o primeiro semestre de 2007, vinte e oito empresas que fizeram IPO na Bolsa de Valores de São Paulo tinham investimento de PE/VC. As 28 empresas representam quase 40% do total de 72 ofertas registradas no período. No que diz respeito ao volume, 36,6% de todo o volume captado com as ofertas foram referentes à empresas que haviam recebido capital de risco no passado (veja Gráfico 17). Dentre elas, pode-se destacar em 2004: Gol Linhas Aéreas, Natura, ALL e Dasa; em 2005: UOL, TAM, Localiza e Submarino; em 2006: Datasul, Totvs (antiga Microsiga), Gafisa e Dufry; e em 2007: Anhanguera Educacional, BR Malls e Fertilizantes Heringer.

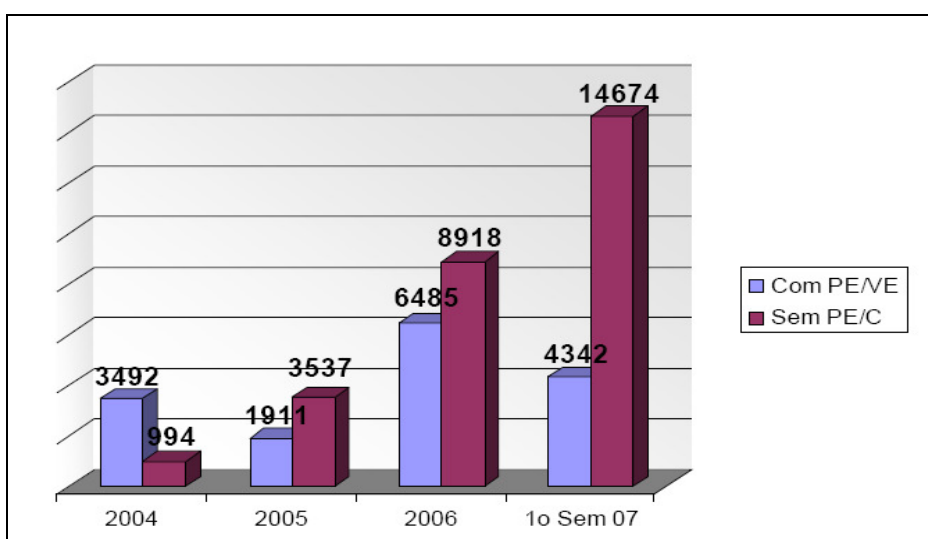


Gráfico 17: Volumes captados em ofertas públicas de ações na Bovespa de empresas com e sem participação de recursos de Private Equity / Venture Capital – em R\$ milhões  
Fonte: Neto (2007)

### 3.9.2 O Ambiente Econômico-Institucional Brasileiro

O Brasil possui atualmente em grande maioria da sua população o predomínio da baixa renda. Além de baixa, a renda brasileira é extremamente concentrada. Segundo a Tabela 1, os 20% mais ricos concentram 63% de toda a renda e consumo. Esse resultado coloca o país entre as oito economias mais desiguais do mundo, atrás de Guatemala, Suazilândia, República Centro-Africana, Serra Leoa, Botsuana, Lesoto e Namíbia. Embora a concentração de renda possa ter efeitos maléficos sobre o mercado de PE/VC, os dados do Banco Mundial (2005) sugerem que essa variável, sozinha, não é relevante. Entre os países com melhor distribuição de renda estão muitos dos que compunham o bloco comunista e que hoje podem ser considerados países em desenvolvimento. Entre eles, República Eslováquia, Eslovênia e Rússia. Concentração de renda tende a reduzir o número de potenciais empreendedores com recursos suficientes para partir à ação, bem como o tamanho do mercado de consumo para determinados bens e serviços.

O Brasil já vivenciou longos períodos de instabilidade monetária, com taxas de inflação astronômicas. Desde 1994, o país consegue manter a inflação sobre controle. Em 2004 a inflação foi de 5,7%. Entretanto, trata-se da segunda maior taxa de inflação para os países selecionados na Tabela 03. Com a redução da inflação veio um aumento da competição empresarial. Em ambientes pouco inflacionários consumidores podem comparar preços com mais facilidade. As receitas financeiras das empresas também tendem a diminuir. Tudo isso implicou em uma profunda mudança do ambiente empresarial brasileiro. Para manterem-se competitivas as empresas precisaram aumentar a eficiência na utilização dos recursos. Portanto, pode-se argumentar que o aumento da competitividade gerou no empresariado brasileiro a necessidade de obter auxílio externo de consultores e/ou de investidores com perfil ativo tais como os de capital de risco.

Tabela 03: Indicadores Econômicos 2005

País	Concentração de Renda	Renda per capita	Empreendedorismo	Crescimento (% PIB)		Inflação	Crescimento das firmas
	Renda dos 20% mais ricos (%)	(em US\$)	Índice TEA (%)	1980 1990	1990 2003	2004 (%)	Aumento vendas 1996-99 (%)
Africa do Sul	62,2	10 553	5,4	1,0	2,3	4,1	26
Alemanha	36,9	28 159	4,5	2,3	1,5	1,5	11
Argentina	56,4	12 417	12,8	-0,7	2,3	8,5	8
Austrália	41,3	30 348	13,4	3,4	3,8	2,5	n.d.
Áustria	38,5	30 639	n.d.	2,3	2,1	2,5	n.d.
Bélgica	37,3	29 016	3,5	2,1	2,1	2,2	n.d.
<b>Brasil</b>	<b>63,2</b>	<b>7 969</b>	<b>13,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>5,7</b>	<b>3</b>
Canadá	40,4	31 260	8,9	3,2	3,3	1,8	17
Chile	62,2	10 774	n.d.	4,2	5,6	2,5	9
China	50,0	5 430	n.d.	10,3	9,6	4,0	5
Cingapura	49,0	26 601	5,7	6,7	6,3	1,4	12
Coreia	37,5	18 686	n.d.	9,0	5,5	3,2	n.d.
Dinamarca	35,8	32 135	5,3	2,0	2,3	1,0	n.d.
Eslováquia	34,8	14 270	n.d.	2,0	2,5	3,3	14
Espanha	40,3	21 877	5,2	3,1	2,8	3,2	25
Estados Unidos	45,8	38 360	11,3	3,6	3,3	2,4	16
Finlândia	36,7	28 510	4,4	3,3	2,8	1,2	n.d.
França	40,2	28 118	6,0	2,4	1,9	1,8	20
Grécia	43,6	20 528	5,8	0,9	2,7	3,4	n.d.
Holanda	38,7	29 716	5,1	2,4	2,7	1,3	n.d.
Hong Kong	50,7	29 107	3,0	6,8	3,7	1,5	n.d.
Hungria	36,5	15 209	4,3	1,3	2,4	4,5	28
Índia	43,3	3 013	n.d.	5,7	5,9	4,2	15
Indonésia	43,3	n.d.	n.d.	6,1	3,5	n.d.	-5
Irlanda	43,3	39 397	7,7	3,2	7,7	2,5	n.d.
Israel	44,3	20 371	6,6	3,5	4,3	2,6	n.d.
Itália	42,0	27 496	4,3	2,5	1,6	2,0	16
Japão	35,7	28 670	1,5	3,9	1,2	0,1	n.d.
México	59,1	9 281	n.d.	1,1	3,0	3,0	24
Noruega	37,2	38 484	7,0	3,0	3,5	1,9	n.d.
Nova Zelândia	43,8	23 155	14,7	1,9	3,2	3,0	n.d.
Polónia	41,9	12 000	8,8	n.d.	4,2	3,0	33
Portugal	45,9	18 266	4,0	3,2	2,6	2,0	12
Reino Unido	44,0	27 872	6,3	3,2	2,7	1,7	27
Rep. Checa	35,9	17 073	n.d.	n.d.	1,4	2,8	10
Suécia	36,6	27 463	3,7	2,5	2,3	1,8	23
Suíça	40,3	n.d.	n.d.	2,0	1,2	n.d.	n.d.
<b>Média</b>	<b>43,6</b>	<b>22 635</b>	<b>6,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>15,9</b>

Fonte: Ribeiro (2005)

Embora o Brasil tenha uma população com perfil altamente empreendedor, com 13,5% da população envolvida na criação de um novo negócio ou em negócios recém criados, percebe-se que o tipo de empreendedorismo vigente no Brasil é melhor categorizado como “de subsistência” do que “de alto crescimento”. No Brasil, apenas 530 em cada 1.000.000 habitantes pretende iniciar um negócio que, dentro de cinco anos, gerará mais de 19 empregos, terá pelo menos 11% do faturamento proveniente de exportação e ao menos 25% dos clientes estarão a mais de uma hora de distância. Esta variável, que assume valor médio de 2.154 no conjunto dos países avaliados pelo instituto, é extremamente importante para o



mercado de risco. Apenas o empreendedorismo de alto crescimento é capaz de suportar os custos envolvidos neste tipo de investimento. No Brasil, a atividade empresarial em geral e o empreendedorismo de alto crescimento em particular são prejudicados pelos fatores identificados por Porter *et al* (*apud* Neto, 2007). Os autores realizaram levantamento segundo o qual os nove principais obstáculos à realização de negócios no Brasil em ordem de importância são: dificuldade de acesso ao financiamento empresarial; corrupção; leis e os procedimentos fiscais ineficientes; burocracia; excessiva carga tributária; infra-estrutura inadequada; crime; instabilidade das políticas públicas; e, restrições impostas pelas leis trabalhistas.

Ribeiro (2005) resume tais pontos cruciais da seguinte forma:

a) Dificuldade de acesso ao financiamento empresarial

No Brasil, o custo de capital é exageradamente alto. A taxa de juros brasileira é a segunda maior do mundo. Taxas elevadas de juros diminuem a atratividade dos investimentos produtivos, principalmente daqueles com horizonte de longo-prazo. Empresários ouvidos pelo *International Institute for Management Development* (IMD) confirmaram que o custo de capital no Brasil é prejudicial ao desenvolvimento de suas atividades empresariais.

b) Corrupção e Burocracia

A máquina estatal brasileira está emperrada pela burocracia. No Brasil, a simples abertura de uma empresa requer mais de 150 dias de espera. No mundo, a média é de 41 dias e nos países selecionados, é inferior a 30. Enquanto isso, um empreendedor australiano consegue iniciar suas operações em apenas dois dias. Este enorme atraso se deve, em parte, ao elevado número de procedimentos exigidos pelas repartições públicas para a oficialização da empresa. São 17 etapas contra oito para os países selecionados.

c) Excessiva carga tributária, leis e procedimentos fiscais ineficientes

O governo brasileiro arrecada 40% do PIB na forma de impostos. Trata-se de uma pesada carga tributária, principalmente quando se verifica o pequeno benefício que os serviços públicos representam para o contribuinte. Diferentemente de outros países, o Brasil optou por exercer a maior carga tributária sobre as pessoas jurídicas. Como resultado, uma

empresa média precisa pagar 148% de seu lucro bruto em impostos diversos<sup>18</sup> para encerrar seu segundo ano de operação sem passivos fiscais. No mundo todo, só há um país que tributa suas empresas a taxas mais elevadas que o Brasil: o Burundi. Além dos custos diretos que os impostos representam, os profissionais responsáveis pelo pagamento de tributos gastam 2.600 horas lidando com os procedimentos das Receitas federais, estaduais e municipais. Considerando que um brasileiro trabalha aproximadamente 1.600 horas por ano, a empresa precisaria de dois profissionais apenas para arcar com suas obrigações fiscais. Coerentemente, empresários ouvidos pelo IMD colocam a política tributária da pessoa jurídica como um dos impedimentos ao desenvolvimento da atividade empresarial no Brasil. Elevada carga tributária combinada com complexidade dos procedimentos fiscais e ineficiência da fiscalização resulta em uma economia onde 40% do PIB está na informalidade.

#### d) Infra-estrutura inadequada

A falta de infra-estrutura de transportes reflete-se diretamente no custo dos produtos. Estimativas revelam que o custo unitário de transporte de grãos no Brasil é quase duas vezes superior ao dos EUA. Este resultado se deve à precariedade das rodovias e dos portos brasileiros. Também representa barreiras à implantação de plantas produtivas em regiões outras que a Sudeste.

#### e) Crime

O Brasil é um dos países com maior índice de criminalidade do mundo. A criminalidade existente no Brasil é bastante prejudicial à atividade empresarial. Para as empresas, a criminalidade se traduz em custos e/ou riscos. O balanço entre custos e riscos dependerá do grau de utilização de seguros. No Brasil, é elevada a probabilidade de furtos e roubos às plantas fabris, estoques, cargas em trânsito, lojas e escritórios. Tais crimes podem ser cometidos por quadrilhas especializadas, com ou sem o envolvimento de funcionários, e até por clientes. Nas metrópoles brasileiras é freqüente o roubo de computadores portáteis. Por isso, algumas corporações multinacionais orientam seus profissionais a não reagir a roubos desses aparelhos. O risco de sinistro em determinadas atividades empresariais é tão elevado que a realização de um seguro chega a ser proibitivo. Segundo relatos informais, é baixo o número de seguradoras que oferecem cobertura para transporte de carga por via rodoviária, principalmente quando o caminhão carrega cigarros ou insumos químicos. No

Brasil também existe o risco de que executivos sejam seqüestrados. Por isso, o país tem uma das maiores frotas de carros blindados. O país não tem histórico de terrorismo em seu território. Hoje, o terrorismo tem sido fonte de preocupação em vários países desenvolvidos.

f) Instabilidade das políticas públicas e instabilidade política

Um dos problemas da instabilidade política no apoio ao setor é a incerteza percebida por profissionais com competência para atuar como gestores, mas que, hoje, atuam como executivos ou empresários. Caso o governo venha a retirar apoios ou incentivos de forma abrupta, como foi a revogação da lei de incentivos fiscais, parcela dos gestores poderá ser obrigada a deixar o setor, com perda significativa do capital reputacional e o *savoir-faire* específicos para o setor. O risco é ainda maior para aqueles que pretendem atuar com empresas em estágios anteriores do desenvolvimento.

g) Restrições impostas pelas leis trabalhistas

A maior dificuldade está na contratação de funcionários e no custo de demissão. Um funcionário que tenha acumulado 20 anos de trabalho em uma mesma empresa recebe o equivalente a mais de 165 semanas de salário quando é demitido. Para os países selecionados, a média é de 44 semanas de salário. Em países com elevada rigidez do mercado de trabalho, a atividade empreendedora é bastante prejudicada. Para o empreendedor, cada nova contratação se traduz em aumento de riscos inerentes à redução de atividade econômica, que poderá gerar necessidade de demissão de funcionários. Para o empregado de uma grande empresa que pensa em iniciar seu próprio negócio, a rigidez se traduz em dificuldade para obter novo posto de trabalho caso a experiência empreendedora seja mal-sucedida. A combinação desses dois efeitos tende a refrear a atividade empreendedora. A literatura *macroeconômica* direcionada às modalidades de capital de risco está repleta de evidências de que a rigidez no mercado de trabalho afeta negativamente a demanda por capital.

### 3.9.3 Capital de Risco no Brasil: Restrições

Embora o setor tenha crescido e os gestores estejam se adaptando ao ambiente de negócio vivido no Brasil, é importante lembrar que o país tem um ambiente hostil ao desenvolvimento do setor privado. Em estudo realizado por Porter *et al* (*apud* Neto, 2007), foram identificados as nove principais restrições à realização de negócios no Brasil. Seguem, em ordem de importância: dificuldade de acesso ao financiamento empresarial; corrupção; leis e os procedimentos fiscais ineficientes; burocracia; excessiva carga tributária; infraestrutura inadequada; crime; instabilidade das políticas públicas; e, restrições impostas pelas leis trabalhistas.

É importante ressaltar que a dificuldade de acesso ao financiamento empresarial, principal restrição encontrada no estudo, é exatamente o foco de atuação da indústria de capital de risco. As propostas elaboradas neste trabalho são única e exclusivamente para uma ação sobre esta restrição. A solução dos outros problemas levantados, embora extremamente importantes para a melhoria do ambiente de negócios no Brasil, não são objetos desta pesquisa. Não é novidade alguma que o Brasil precisa passar por uma série de reformas, dentre elas: tributária, trabalhista, fiscal, do sistema judicial, entre outras.

Com base no conhecimento apresentado sobre a indústria de capital de risco e o seu funcionamento no Brasil e no estudo de caso de sucesso apresentado, foram elaboradas duas propostas para o estímulo dessa atividade e por consequência do crescimento econômico.

### 3.9.4 O início do investimento nas empresas de tecnologia

As empresas de pequeno porte enfrentam diversas restrições no acesso a empréstimos e financiamentos do sistema financeiro. Fatores como a falta de ativos fixos para apresentar como garantias, baixa transparência nos registros contábeis e financeiros, documentações fiscais incompletas, inadequada capacitação gerencial dos proprietários, entre outras falhas, acirram as assimetrias de informações entre os potenciais credores e os demandantes de crédito, aumentando os riscos percebidos pelos primeiros nos empréstimos aos pequenos negócios, especialmente os de mais longo prazo. Do lado da oferta de crédito, as empresas defrontam-se com juros altos, prazos curtos nos empréstimos e burocracia nos procedimentos

de informações pelos bancos e pela legislação de crédito, resultando em prazos demorados nas solicitações e aprovações de empréstimos.

As restrições citadas e as assimetrias de informações são amplificadas no caso das empresas que necessitam financiar atividades de inovação produtiva, em razão das especificidades do ciclo de criação, desenvolvimento e comercialização de produtos e serviços inovadores. O lançamento de novos produtos e processos é caracterizado por alto grau de incertezas e riscos, dado que o mercado dificilmente pode ser testado durante as etapas de pesquisa e desenvolvimento, prejudicando a previsão de fluxos de caixa, uma das bases mais utilizadas nas avaliações de crédito pelos agentes financeiros. Além disso, no desenvolvimento de novos produtos há necessidade de aporte de recursos financeiros por várias etapas, até que se chegue à comercialização e à realização de receitas e lucros efetivos, o que restringe o acesso das empresas aos mercados financeiros convencionais.

Além das barreiras nos mercados de crédito privados, mais voltados para a concessão de empréstimos de curto prazo, ocorrem dificuldades de acesso também no âmbito dos programas especiais de crédito governamentais, uma vez que esses exigem informações qualitativas e quantitativas muitas vezes não disponíveis nas empresas que iniciam processos de inovação, como dados de produção e vendas, previsões dos fluxos de caixa e demais resultados econômicos dos negócios, além de garantias reais.

Dados, portanto, os problemas de assimetria de informações e as características do ciclo de lançamento de produtos inovadores, formas diferenciadas de apoio financeiro têm sido desenvolvidas, tanto pelo mercado quanto por governos de diversos países, para fazer chegar às empresas recursos apropriados ao desenvolvimento de atividades inovadoras.

Pode-se dizer que o debate em torno do desenvolvimento do capital de risco no Brasil e também do financiamento de empresas de base tecnológica ampliou-se na segunda metade dos anos 1990. Pavani (2003) descreveu algumas questões que deram origem a todo este processo, as quais vieram em primeiro lugar, da percepção de setores do governo e de parte da sociedade brasileira da interligação entre empresa – inovação – competitividade – crescimento econômico – emprego. Tal fato refletiu em ações de diversas instituições no apoio ao empreendedorismo, à criação de incubadoras e à criação de mecanismos de financiamento adequados às diversas fases de crescimento das empresas. Algumas iniciativas que se destacaram foram:

- a) O Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae) incentiva e participa de Fundos de Capital de Risco em vários estados brasileiros, financia a atuação de incubadoras, cria o fundo de aval, mantém programas de capacitação

para empreendedores e participa de diversos fóruns de discussão, entre outras iniciativas;

- b) As federações de indústrias, Instituto Evaldo Lodi (IEL), Serviço Nacional da Indústria (Senai) e Confederação Nacional da Indústria (CNI) também têm diversas ações de apoio a incubadoras e ao empreendedorismo;
- c) A Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), ligada ao Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT), criou e coordena o projeto Inovar. Lançado em maio de 2000, o Inovar tem por objetivos impulsionar a criação e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica, através da promoção de investimentos de capital de risco. Os parceiros da Finep neste projeto são: BID, Sebrae, Petros, Anprotec, Softex;
- d) Administradoras de fundos e instituições do mercado de Capital de Risco criaram, no ano 2000, a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), com a missão de representar e promover tal indústria, cooperando com os integrantes da administração pública e instituições privadas no estudo e solução de questões relacionadas com as atividades desenvolvidas por seus associados.
- e) Outras entidades, como bolsa de valores, BNDES, Anprotec, associações de empresas, ONGs, também passaram a tratar a questão do capital de risco como fator importante para o crescimento das empresas.

Logo em seguida Pavani (2003) observa que a demanda por recursos financeiros provindos de pequenas e médias empresas está em crescimento no País. A existência cada vez maior de incubadoras de empresas e de empresas graduadas nessas incubadoras cresceu segundo estatísticas da Anprotec (2001), de apenas duas em 1998 para o excelente número de 135 em 2000 (59% de base tecnológica). E não obstante, a oferta de capital de risco sofreu um acréscimo substancial no Brasil na última década. Salientando também em decorrência desse fato, a criação de condições econômicas e regulatórias que permitiu seu maior desenvolvimento. A estabilização da inflação em patamares baixos e a criação de uma regulamentação pela comissão de Valores Mobiliários (CVM) que permitia investimentos através de fundos em empresas emergentes por meio da instrução 209 de 1994.

## 4 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Neste capítulo a ênfase do desenvolvimento brasileiro da prática das atividades de *Private Equity* e *Venture Capital* e seus dados estatísticos e quantitativos estarão baseados quase que inteiramente no primeiro<sup>8</sup> e segundo<sup>9</sup> censo brasileiro da indústria de PE/VC (de 2005 e 2007 respectivamente), neste trabalho referidos como CB e desenvolvidos pelo Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da EAESP (Escola de Administração de Empresas de São Paulo) da Fundação Getúlio Vargas. Outra obra de destaque é a dissertação de mestrado de Leonardo de Lima Ribeiro denominada “O modelo brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*” (2005), embasada nas obras de Gorman e Sahlman (1989) e Sahlman (1990), as quais descrevem de uma forma mais detalhada o modelo norte-americano de *Venture Capital* (VC), o que fará com que em algumas partes deste capítulo exista a comparabilidade entre o modelo brasileiro em desenvolvimento e o norte-americano. Utilizou-se também a monografia de Janaina Tiemi Takahashi denominada “Avaliação da Carteira de Ativos nos Fundos de *Venture Capital* e *Private Equity*” (2006).

### 4.1 Princípios básicos

O CB (2005) descreve que a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* é composta por quatro participantes: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas. As organizações gestoras administram veículos de investimento (usualmente chamados de fundos PE/VC). Os investidores (fonte de recursos comprometidos com investimentos no setor) fazem aporte de capital nos veículos de investimentos. Os recursos desses veículos, por sua vez, são aplicados nas empresas investidas. O aporte de veículos nas investidas geralmente ocorre por meio da compra de participação acionária. Outros instrumentos financeiros, tais como dívidas conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição, também são usados. Os investidores de PE/VC são temporários e de longo prazo. Os veículos costumam ter prazo de duração limitada. Ao fim do

---

<sup>8</sup> Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006).

<sup>9</sup> Somente alguns dados específicos foram encontrados referentes ao censo de 2007, ainda em desenvolvimento.

prazo, os gestores devem liquidar todos os investimentos e retornar os proventos aos investidores.

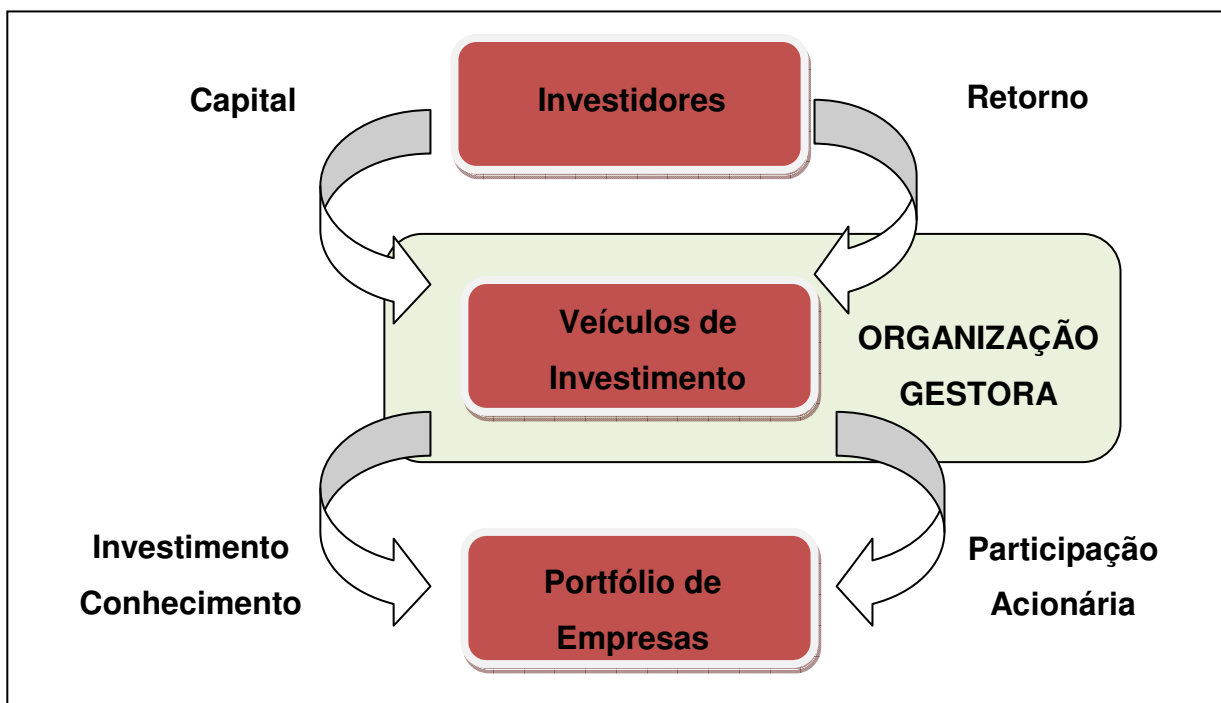


Figura 05: Funcionamento da indústria de PE/VC

Fonte: CB (2007)

Segundo Takahashi (2006), os termos *Venture Capital* e *Private Equity* são expressões de utilização intercambiável. O termo *Venture Capital* é comumente utilizado para definir o financiamento de novos negócios (*star-ups*) em transações que envolvem diretamente um grupo empreendedor, detentor de um projeto ou idéia, e um grupo provedor de capital que acompanha de perto e apóia o processo de gestão empresarial (investidores de capital de risco).

Os investimentos em *Private Equity* geralmente são realizados em empresas emergentes de maior porte com grande potencial. Em sua maioria são constituídos em acordos contratuais privados entre investidores e gestores, não sendo oferecidos abertamente ao mercado e sim através de colocação privada. Além disso, empresas tipicamente receptoras desse tipo de investimento ainda não estão no estágio de acesso ao mercado público de capitais, ou seja, não são de capital aberto, tendo composição acionária normalmente em estrutura fechada familiar.

No que se refere às possíveis definições para os processos de financiamento, a CVM, responsável pela regulamentação do mercado de capital de risco, editou a Instrução CVM nº



209/94, publicada em março de 1994, em que regulamenta o funcionamento de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, comumente chamados de *Venture Capital*, e a Instrução CVM n° 391/03, publicada em julho de 2003, regulamentando investimentos em participações, comumente chamados de investimento em *Private Equity*, como recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

O aporte de PE/VC pode ser categorizado segundo o estágio de desenvolvimento da empresa que o recebe, no momento que o recebe. Na literatura, o termo *Venture Capital* (VC) é empregado como sinônimo de investimento em empresa que se encontra em fase anterior do desenvolvimento. Em investimentos deste tipo, o gestor tende a se envolver intensamente na fase de monitoramento e adição de valor para o negócio. Já o termo *buyout* é comumente empregado como sinônimo do investimento em fase posterior do desenvolvimento, quando a empresa já está amadurecida, sem que isso implique, necessariamente, em um menor envolvimento do gestor. Tanto *Venture Capital* como *buyout* podem ser incluídos em um grupo maior, usualmente denominado *Private Equity* (PE). Em mercados mais desenvolvidos, os gestores tendem a se especializar segundo o estágio dos investimentos, permitindo que se façam estudos incluindo apenas um dos segmentos.

No sistema financeiro, a atividade de PE/VC se apresenta como uma alternativa viável ao financiamento tradicional obtido por meio de bancos. Gestores de PE/VC são agentes melhor adaptados para mitigar o risco associado ao investimento em empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro ou ativo tangíveis que possam constituir-se como garantia real para financiamentos. Ao mesmo tempo, tais empresas possuem projetos com elevada expectativa de risco e retorno. Tais projetos só podem ser realizados mediante injeção de novos recursos.

Para poderem financiar projetos com as características mencionadas, os gestores de PE/VC utilizam práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento (SAHLMAN, *apud* RIBEIRO, 2005). Diferentemente de investidores típicos do mercado acionário, os gestores de PE/VC costumam participar da gestão das empresas em que investem, influenciando decisões estratégicas e a própria governança corporativa. São investidores ativos e só assim conseguem mitigar os riscos e influenciar a possibilidade de sucesso e saída do negócio.

Gorman e Sahlman (*apud* Ribeiro, 2005) descrevem a atividade de VC como um modelo de atuação que, ao longo do tempo, incorporou princípios de governança que o permite lidar com situações de elevada incerteza, informação assimétrica, baixa liquidez e pouca ou nenhuma garantia real nos investimentos. Como será visto adiante, tais princípios são relativamente custosos de serem implantados e mantidos. Por isso, o modelo de VC tem a seguinte limitação: só é adequado para o financiamento de projetos com elevada expectativa de retorno. Para a indústria de PE/VC, os princípios de governança são parte fundamental do modelo. Determinam como a atividade é desempenhada e regem o relacionamento entre investidores, gestores e empreendedores.

Com base nos trabalhos de Gorman e Sahlman (*apud* Ribeiro, 2005), pode-se agrupar os princípios de governança utilizados pela indústria de PE/VC em cinco etapas:

- a) Investimento por etapas: Realização de investimentos por etapas, preservando a opção de abandono;
- b) Remuneração por resultado: Remuneração do agente ligada ao resultado;
- c) Garantias de liquidez futura: Possibilidade de impor ao agente a devolução do capital;
- d) Monitoramento constante: Acompanhamento freqüente do desempenho e influência sobre a gestão e a governança corporativa;
- e) Restrições ao Desalinhamento de Interesses: Demais medidas para garantir que o agente represente os interesses do principal.

Problemas de agência e problemas de seleção afetam tanto o relacionamento entre investidores e gestores quanto o relacionamento entre gestores e empresas do portfólio. Tanto investidores quanto gestores utilizarão os princípios de governança para protegerem-se da ação oportunística de seus agentes.

A atividade da PE/VC também pode ser segregada em partes. Interpretando o trabalho de Gorman e Sahlman (*apud* Ribeiro, 2005), vê-se que PE/VC pode ser dividido em três componentes: estrutura, ciclo de investimento e remuneração. Estrutura compreende a estrutura legal adotada pela entidade que realiza as atividades de PE/VC, bem como o capital humano necessário. O ciclo de investimento compreende o processo que vai da originação à realização de saída de um negócio, passando pelo processo de seleção, negociação, estruturação do investimento, realização dos aportes, monitoramento e adição de valor. Remuneração engloba o pagamento dos gestores, dos empreendedores e de todos aqueles que podem afetar os resultados do investimento. A aplicação dos cinco princípios se dará em cada

um desses componentes, com os devidos custos associados. Investidores e gestores só aplicarão princípios que trouxerem mais benefícios do que custos operacionais.

Em países onde a atividade de PE/VC existe há mais tempo, seu impacto na economia é notável sob todos os aspectos. Nos EUA, onde a atividade surgiu e se institucionalizou, empresas financiadas por PE/VC encerraram o ano de 2003 como responsáveis por quase 10% dos empregos. Suas receitas chegavam a quase 10% do PIB norte-americano. De 2000 para 2003, enquanto o setor privado diminuiu o número de empregados em 2,3%, as empresas financiadas por PE/VC seguiram contratando. Aumentaram o número de empregados em 6,5% (GLOBAL INSIGHT *apud* RIBEIRO, 2005).

Quando comparadas com as demais empresas, aquelas financiadas por PE/VC apresentavam o dobro da receita, pagavam três vezes mais impostos, exportavam o dobro e investiam o triplo em pesquisa e desenvolvimento (P&D). Mais importante, o gasto em P&D se revertia em inovação. Graças aos investimentos de PE/VC, empresas como Microsoft, Compaq, Fedex, Apple, Sun, Amazon, Lotus, Cisco, Staples, Netscape, eBay, JetBlue, Intel, Amgen, Medtronic, Oracle e Google cresceram e, rapidamente, tornaram-se grandes corporações. Estes resultados são ainda mais impressionantes quando se considera que os investimentos em PE/VC realizados em 2002 representavam não mais de 0,6% do PIB norte-americano.

## **4.2 A indústria brasileira de Private Equity e Venture Capital**

### **4.2.1 Surgimento e evolução**

Ribeiro (2005) estrutura a formação da indústria brasileira de PE/VC sob os seguintes aspectos históricos:

- a) Os primórdios da atividade de PE/VC no Brasil remontam ao início dos anos 80, quando o modelo norte-americano de PE/VC estava em fase final de configuração e começava a atrair importantes somas de capital. A primeira organização de PE/VC do Brasil, Brasilpar, foi fundada em 1975. Hoje a empresa não atua mais como gestora de PE/VC;

- b) O grande ciclo do PE/VC no Brasil se inicia após a estabilização monetária de 1994, o também chamado Plano Real;
- c) Houve interrupção na entrada de organizações em 1998 correlacionada com a antecipação da crise cambial do início de 1999;
- d) A grande expansão do período 1999-2001 mostra forte correlação com o barateamento dos ativos domésticos quando mensurados em dólares e à bolha especulativa da Nova Economia. O pico deste período foi atingido em 2000, com a entrada de 13 organizações no mercado. Em julho de 2000 foi fundada a Associação Brasileira de *Private Equity e Venture Capital* (ABVCAP), originalmente Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), oficializando a indústria;
- e) Desde 2002, a taxa de entrada tem decaído de forma constante;
- f) Cerca de 80% das organizações gestoras possuem menos de nove anos de existência no Brasil (foram implantadas a partir de 1997). Este dado sugere que grande parte das organizações ainda não tenha concluído um primeiro ciclo completo de PE/VC.

O Gráfico 18 denota muito bem que a indústria brasileira de PE/VC é bastante recente se comparada com aquela existente nos EUA. Em 1982, apenas a Brasilpar, a Companhia Riograndense de Participações (CRP) e o BNDESPar realizavam investimentos de PE/VC no país. No mesmo ano, o setor norte-americano já contabilizava 331 organizações gestoras com US\$ 7,6 bilhões em capital comprometido. Estas organizações empregavam 1.031 profissionais, responsáveis por 918 investimentos realizados naquele ano. O valor dos investimentos realizados em 1982 chegou a US\$ 1,45 bilhões (SAHLMAN apud RIBEIRO, 2005).

Mesmo com a uma enorme diferença em relação aos EUA, o Brasil integra o grupo de países emergentes pioneiros na implantação de suas indústria de PE/VC. Segundo Kenney *et al* (apud Ribeiro, 2005), a primeira onda de globalização desta atividade ocorreu entre o final dos anos 1970 e o início dos anos 1980. Incluiu países como Malásia, Cingapura, Taiwan, Coreia e Israel onde a implantação da indústria foi muito bem sucedida. Outros países, entre eles a Índia, tiveram uma implantação mais tardia. Mesmo na Europa a indústria é relativamente nova. Para Bottazzi *et al* (apud Ribeiro, 2005), 53% das organizações européias tem menos de nove anos de idade. Na amostra obtida pelos autores, composta por apenas 15% da indústria, esse número sobe para 73%.

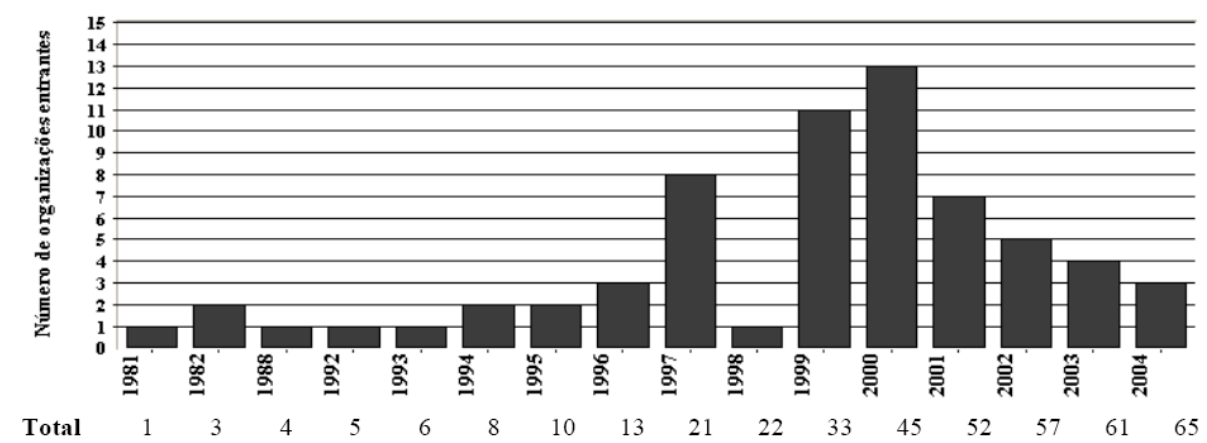


Gráfico 18: Organização gestoras com escritório no Brasil

Fonte: Ribeiro (2005)

#### 4.2.2 A indústria

As organizações de PE/VC são responsáveis pela administração de recursos, ou capital comprometido, de um ou mais investidores. Ribeiro (2005) denota que os recursos captados (capital levantado) junto aos investidores integram o volume de capital sob gestão, medido ao final de cada ano (capital comprometido). Tais recursos são investidos (capital investido) em empresas que passam a compor o portfólio do veículo de investimento. Após alguns anos, o gestor liquida a participação detida nessas empresas, recuperando o capital investido mais eventual ganho (capital desinvestido). Em geral, os recursos obtidos por meio de desinvestimento são devolvidos aos investidores.

De acordo com a Tabela 04, nota-se que de 1999 até 2004 o capital investido aumentou 40%. Atingiu US\$ 5,07 bilhões<sup>10</sup> ao final de 2004. Este valor equivale a 0,84% do PIB. A cada ano a indústria levantou, em média, US\$ 479 milhões (0,09% do PIB médio). O pico de captação de recursos ocorreu em 2000, quando mais de US\$ 1,2 bilhão foi comprometido em veículos novos ou existentes (equivalente a 0,2% do PIB). Desde então, o valor captado decresceu ano após ano e só se recuperou em 2004, quando atingiu US\$ 473 milhões. A forte recuperação ocorrida em 2004 pode ser verificada pelo crescimento de 200% na atividade de captação em relação a 2003.

<sup>10</sup> Número provindo de gestoras estritamente voltadas a PE/VC.

Capital (US\$ milhões)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média
<b>Comprometido</b>	3.583 (6,68)	4.778 (7,93)	4.846 (9,51)	4.553 (9,91)	4.577 (9,03)	5.071 (8,38)	<b>4.568 (8,57)</b>
<b>Levantado</b>	-	1.212 (2,01)	290 (0,57)	260 (0,57)	159 (0,31)	473 (0,78)	<b>479 (0,89)</b>
<b>Investido</b>	456 (0,85)	379 (0,63)	281 (0,55)	261 (0,57)	256 (0,51)	253 (0,42)	<b>314 (0,59)</b>
<b>Desinvestido</b>	203 (0,38)	282 (0,47)	65 (0,13)	41 (0,09)	52 (0,10)	261 (0,43)	<b>151 (0,27)</b>
<b>PIB (x 1.000)</b>	536,6	602,2	509,8	459,4	506,8	604,9	<b>536,6</b>

Tabela 04: Capital na Indústria Relativo ao PIB

Fonte: CB (2005)

Vale ressaltar que através do CB (2007) publicado com dados referentes ao primeiro semestre de 2007 nota-se um extraordinário crescimento do capital comprometido, que salta dos US\$ 5,58 bilhões ao final de 2004 para incríveis US\$ 16,72 bilhões até o primeiro semestre de 2007.

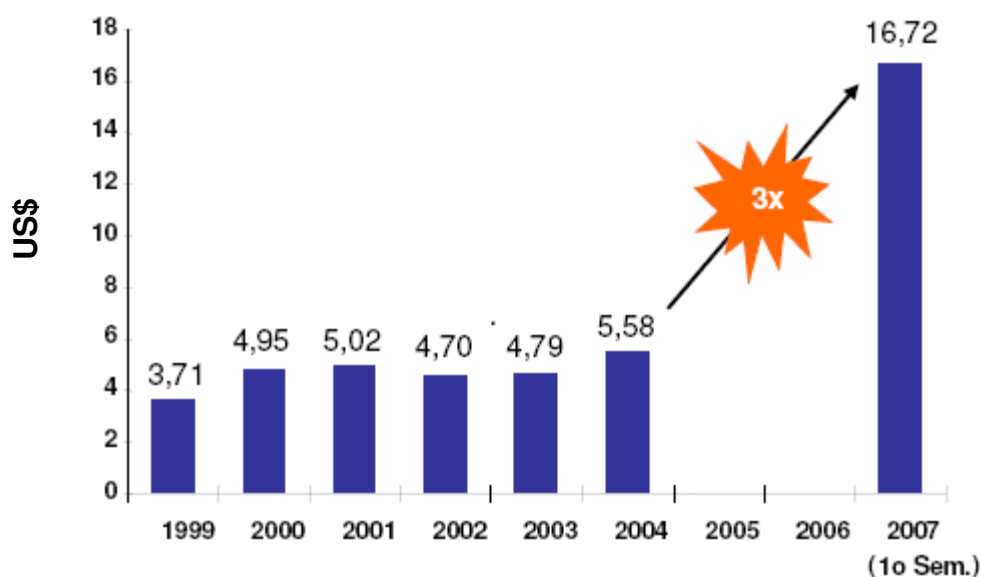


Gráfico 19: Evolução do Capital Comprometido

Fonte: CB (2007)

Mais de US\$ 11,1 bilhões foram levantados entre 2005 e o primeiro semestre de 2007. Tal montante é constituído de US\$ 6,2 bilhões levantados por empresas anteriores ao ano de 2005 e US\$ 4,9 bilhões levantados por novos entrantes. Tal número é equivalente a 20% do comprometimento total de VC nos Estados Unidos entre 2005 e 2006. Dessa forma observa-se em menos de dois anos e meio um crescimento de mais de 200% em capital comprometido.

#### 4.2.3 Organizações Gestoras

De acordo com o CB (2005), a totalidade das organizações gestoras é composta por 65 organizações típicas de PE/VC e seis organizações especializadas em PIPE<sup>11</sup> (do inglês *Private Investment in Public Equity*), que somadas formam um capital comprometido de US\$ 5,58 bilhões. Conforme descrito na Tabela 05, a indústria é basicamente composta por organizações independentes (54% do capital) e organizações afiliadas a instituições financeiras (37% do capital). Existem algumas iniciativas de grupos industriais, ou *corporate ventures*, representando 7% do capital. O governo tem papel como gestor por meio dos dois braços de investimento em participações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES): BNDESPar *Private Equity* e BNDESPar *Venture Capital*. O papel do governo como gestor direto de PE/VC é relativamente limitado (o comprometimento do BNDESPar é de apenas 3% do capital). Por outro lado, o número de empresas em sua carteira de investimentos representa cerca 15% de todas as empresas do portfólio agregado da indústria. Também é importante notar que o setor público tem um papel importante como investidor em outros veículos, geridos por organizações independentes.

Tanto em termos numéricos quanto de capital comprometido, essa indústria é primordialmente composta por organizações independentes ou afiliadas a instituições financeiras. A Tabela 05 exalta que o papel do governo como gestor direto de PE/VC é relativamente limitado. O comprometimento do BNDESPar é inferior a 3% do capital comprometido na indústria. Entretanto segundo o CB (2005), o número de empresas que estava na carteira de investimentos do BNDESPar até dezembro de 2004 representa mais de 10% de todas as empresas do portfólio agregado da indústria. Também é importante notar que o setor público tem um papel importante como investidor em diversos veículos geridos por organizações independentes.

---

<sup>11</sup> Empresas que receberam o primeiro aporte quando já tinham seus papéis negociados no mercado acionário. No Brasil esses veículos são usualmente chamados de fundos de governança e liquidez, fundos de valor e liquidez ou simplesmente PIPEs.

Tabela 05: Distribuição das organizações gestoras Dez/2004

<b>Afiliação</b>	<b>Número de Organizações</b>	<b>Comprometimentos (US\$ bilhões)</b>
<b>Organizações Independentes</b>	45 (63,4)	2,99 (53,4)
<b>Instituições Financeiras</b>	20 (28,2)	2,11 (37,9)
<b>Grupos Industriais (Corporate Ventures)</b>	4 (5,6)	0,33 (6,0)
<b>Setor Público</b>	2 (2,8)	0,15 (2,7)
<b>Total</b>	71 (100)	5,58 (100)

Fonte: CB (2005)

As organizações gestoras de PE/VC administram tanto recursos provenientes de terceiros quanto dos próprios sócios (recursos proprietários). A Tabela 06 mostra a distribuição das organizações de acordo com a origem do capital comprometido dos fundos que administram. Nota-se que 30 organizações (42,3% do total de 71 organizações) administram recursos oriundos somente de terceiros que totalizam US\$ 1,65 bilhão (29,6% do total de recursos comprometidos na indústria). Outras 13 organizações (18,3%) administram apenas recursos proprietários. No entanto, essas organizações são responsáveis por apenas 9,3% de todo o capital comprometido. Finalmente, as organizações que gerem recursos de terceiros em conjunto com alocações proprietárias somam 28 (39,4%) e mostram maior capacidade de atração de capital, uma vez que gerenciam US\$ 3,41 bilhões (61,1% do capital comprometido agregado).

Tabela 06: Origem dos Recursos Dez/2004

<b>Origem dos Recursos</b>	<b>Número de Organizações</b>	<b>Comprometimentos (US\$ bilhões)</b>
<b>Recursos de terceiros</b>	30 (42,3)	1,65 (29,6)
<b>Recursos proprietários</b>	13 (18,3)	0,52 (9,3)
<b>Recursos de terceiros e proprietários</b>	28 (39,4)	3,41 (61,1)
<b>Total</b>	71 (100)	5,58 (100)

Fonte: CB (2005)

Conforme a Tabela 07, grande maioria das organizações gestoras de PE/VC atuantes no Brasil, tanto em termos numéricos quanto em termos de capital comprometido, são de



origem nacional. As 53 organizações de origem nacional (74,7% de todas as organizações) gerenciam US\$ 3,54 bilhões (63,4% do capital comprometido). Os Estados Unidos aparecem como a segunda origem mais frequentemente citada: dez organizações (14,1%) gerenciando US\$ (1,76 bilhão (31,6% do capital comprometido). Portanto, Brasil e Estados Unidos são origens de organizações que juntas, representam 95% de todo o capital comprometido de PE/VC no país.

Tabela 07: País de Origem das Organizações Dez/2004

Origem dos Recursos	Número de Organizações	Comprometimentos (US\$ bilhões)
<b>Brasil</b>	53 (74,7)	3,54 (63,4)
<b>Estados Unidos</b>	10 (14,1)	1,76 (31,6)
<b>Europa<sup>12</sup></b>	4 (5,6)	0,09 (1,6)
<b>Outros<sup>13</sup></b>	4 (5,6)	0,19 (3,4)
<b>Total</b>	71 (100)	5,58 (100)

Fonte: CB (2005)

No que se refere ao CB (2007) observa-se um crescimento significativo do número de organizações gestoras. Até o primeiro semestre de 2007 o censo mostra que o número saltou de 71 em 2005, para 89 organizações. Tal fato significa um acréscimo de mais de 25% dessas organizações espalhadas por alguns centros no país.

#### 4.2.4 Concentração

Segundo o CB (2005), as organizações gestoras de PE/VC presentes no país ao final de 2004 possuíam escritório em apenas 10 cidades brasileiras: Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Curitiba, Florianópolis, Petrópolis, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro e São Paulo. As cidades de Brasília, Recife e Petrópolis são cobertas apenas por escritórios secundários enquanto que as demais contam com sedes das organizações gestoras.

<sup>12</sup> Europa inclui: Espanha, Holanda, Inglaterra e Suíça.

<sup>13</sup> Outros inclui: Chile, Ilhas Cayman e Ilhas Virgens Britânicas.

Pela Tabela 08 percebe-se que há uma concentração expressiva das sedes das organizações na cidade de São Paulo: são 44 escritórios com 80% do capital comprometimento agregado. Mais ilustrativo ainda dessa concentração é o fato de que a região das avenidas Faria Lima e Berrini sedia organizações que controlam 67% do capital comprometido. Rio de Janeiro vem em segundo lugar, com 19% do capital comprometido. A cidade do Rio de Janeiro congrega importantes investidores, organizações governamentais fomentadoras do mercado de PE/VC (FINEP e BNDES) e até a sede da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), tornando-a um importante pólo da indústria. Uma diferença clara entre organizações cariocas e paulistas é o tamanho. Enquanto as *cariocas* administram, em média, US\$ 48 milhões, as organizações paulistas administram US\$ 95,5 milhões, sendo que aquelas localizadas na região mais próspera do mercado brasileiro de PE/VC, o eixo das avenidas Faria Lima a Berrini contam com uma média de US\$ 136 milhões cada. Juntas, as cidades de São Paulo e do Rio de Janeiro congregam 60 das 65 organizações gestoras e 99% de todo o capital de PE/VC no Brasil.

Tabela 08: Presença Geográfica das Organizações Dez/2004

Cidade Sede	Número de Sedes de Organizações	Total de Escritórios	Comprometimentos (US\$ bilhões)
Brasília	0	3 (3,1)	n.a.
Recife	0	2 (2,1)	n.a.
Petrópolis	0	1 (1,0)	n.a.
Belo Horizonte	1 (1,5)	4 (4,2)	n.d.
Campinas	1 (1,5)	1 (1,0)	n.d.
Curitiba	1 (1,5)	4 (4,2)	n.d.
Florianópolis	1 (1,5)	1 (1,0)	n.d.
Porto Alegre	1 (1,5)	4 (4,2)	n.d.
Rio de Janeiro	16 (24,6)	24 (25,0)	0,78 (18,7)
São Paulo: Total da Cidade	44 (67,9)	52 (54,2)	4,20 (79,9)
Faria Lima – Berrini adjacências	27 (40,9)	n.d.	3,67 (66,8)
<b>Total</b>	<b>65</b> <b>(100,0)</b>	<b>96</b> <b>(100,0)</b>	<b>5,07</b> <b>(100,0)</b>

Fonte: CB (2005)

O fato de 99% do capital estar concentrado em organizações gestoras das cidades de São Paulo e Rio de Janeiro não significa que o capital seja investido, na mesma proporção, em

empresas localizadas nestas regiões, em detrimento de outras cidades e estados da federação. O próprio fato das 60 organizações paulistas e cariocas possuírem escritórios em quatro das cinco macro-regiões brasileiras (Sul, Sudeste, Nordeste e Centro-Oeste) indica o interesse por certa diversificação regional. No entanto, esta diversificação é ainda tímida, uma vez que a região Nordeste conta com apenas dois escritórios e a região Norte, com nenhum.

Por Ribeiro (2005) nota-se que a concentração regional é uma característica típica da indústria de PE/VC. Nos EUA, as regiões do Vale do Silício (Condado de Santa Clara, baía de São Francisco) e o entorno da *Route 128* (Grande Boston, Massachussetts) concentram 34% e 15% dos valores investidos em *Venture Capital*, respectivamente. Em outros países emergentes a concentração ocorre de forma semelhante. Na Índia, a indústria de PE/VC concentra-se em três regiões: Mumbai (Bombai), capital financeira do país, com 31 organizações. Nova Delhi, capital política, com dez organizações. Em terceiro lugar está Bangalore, cluster tecnológico, com oito organizações Dossani e Kenney (apud Ribeiro, 2005). A menor distância entre essas três cidades é de aproximadamente 900 quilômetros.

A concentração geográfica do PE/VC nos EUA é claramente diferente daquela observada na Índia e no Brasil. Enquanto os gestores brasileiros e indianos preferem se localizar em centros financeiros e de negócios, a indústria norte-americana está concentrada em torno de clusters tecnológicos e de inovação. Isso sugere que a indústria de PE/VC desses países emergentes ainda esteja envolvida em operações típicas de engenharia financeira, semelhantes àquelas que fizeram fama da cidade de Nova Iorque durante os anos 1980. Ou ainda, sugere que os maiores desafios da gestão de PE/VC nesses países estão mais relacionados à busca de clientes e parceiros corporativos para as empresas investidas e a viabilização da saída por venda estratégica. Tais atividades implicam em visitas constantes às principais empresas dos setores alvo.

Tabela 09: Distribuição Geográfica do Portfólio Dez/2004

	Região	Número de Empresas	Porcentagem
	<b>Sudeste</b>	<b>171</b>	<b>65,0</b>
São Paulo	São Paulo	100	38,0
	Interior/litoral	14	5,3
Rio de Janeiro	Rio de Janeiro	32	12,2
Minas Gerais	Belo Horizonte	22	8,4
	Interior	2	0,8
Espírito Santo	Interior/litoral	1	0,4
	<b>Sul</b>	<b>67</b>	<b>25,5</b>
Rio Grande do Sul	Porto Alegre	27	10,3
	Interior/litoral	2	0,8
Santa Catarina	Florianópolis	14	5,3
	Interior/litoral	10	3,8
Paraná	Curitiba	13	4,9
	Interior/litoral	1	0,4
	<b>Nordeste</b>	<b>15</b>	<b>5,7</b>
Bahia	Salvador	5	1,9
Pernambuco	Recife	5	1,9
Paraíba	Interior/litoral	1	0,4
Rio Grande do Norte	Natal	2	0,8
Ceará	Fortaleza	3	1,1
	<b>Centro-Oeste</b>	<b>9</b>	<b>3,4</b>
Goiás	Goiânia	3	1,1
Mato Grosso	Cuiabá	1	0,4
Distrito Federal	Brasília	4	1,5
Mato Grosso do Sul	Interior/litoral	1	0,4
	<b>Norte</b>	<b>1</b>	<b>0,4</b>
Pará	Belém	1	0,4
	<b>não identificado</b>	<b>2</b>	<b>-</b>
<b>Total</b>		<b>265</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Ribeiro (2005)

Continuando, Ribeiro (2005) explicita também que as organizações gestoras e o capital comprometido estão concentrados em poucas cidades e sub-regiões, um pequeno número de organizações concentra a maior parte do capital: a Tabela 10 mostra que as 15 maiores organizações administram 80% do capital comprometido na indústria. As cinco maiores concentram pouco mais da metade dos recursos. Isto é indicativo de uma indústria nascente e ainda fragmentada, onde o porte médio dos 15 maiores gestores é de US\$ 270 milhões, enquanto cada um dos demais 50 gestores gerencia, em média, US\$ 23 milhões.

Tabela 10: Concentração do capital pelas organizações

Grupos de organizações (por tamanho)	Comprometimentos (US\$ bilhões)	Comprometimento médio (US\$ milhões)
<b>5 maiores</b>	2,56 (50,5)	513
<b>10 maiores</b>	3,48 (68,6)	348
<b>15 maiores</b>	4,05 (79,9)	270
<b>Demais 50</b>	1,02 (20,1)	23
<b>Total</b>	<b>5,07</b> <b>(100,0)</b>	<b>84</b>

Fonte: Ribeiro (2005)

O capital da indústria de PE/VC tem inúmeras razões econômicas para se concentrar geograficamente e em poucas organizações gestoras. O que justifica a concentração regional é o fato do PE/VC ser uma atividade de relacionamento. Gestores tendem a localizar-se próximos uns aos outros, de seus fornecedores de serviços (advogados, consultores e empresas de auditoria) e de seus clientes (investidores).

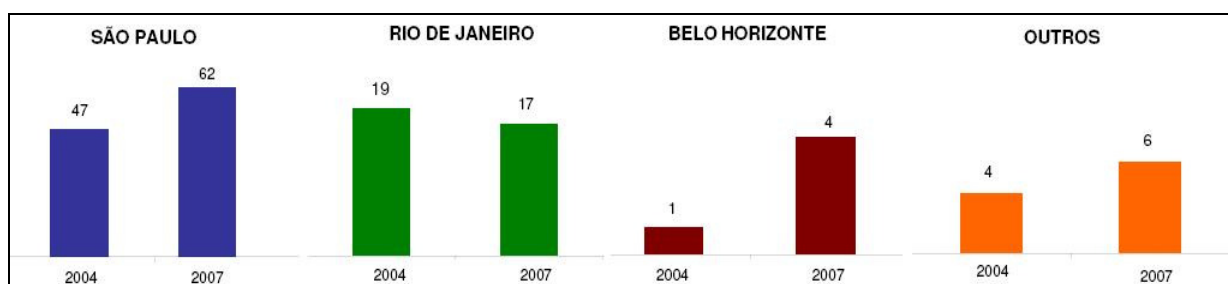


Gráfico 20: Presença Geográfica das Organizações. 1s. 2007

Fonte: CB (2007)

Por intermédio do CB (2007), percebe-se um acréscimo no número de cidades que possuem escritório no Brasil. O montante que no último semestre de 2004 totalizava 10 cidades, no primeiro semestre de 2007 passou para 13. Não obstante, o número de escritórios também sofreu um acréscimo significativo, passando de 96 para 117. As cidades de São Paulo e Rio de Janeiro continuam concentrando a grande maioria do capital comprometido e dos escritórios, sediando juntos 98,5% do todo o capital e 80% dos escritórios. Observa-se também a diminuição da concentração na capital paulista e na região da Faria Lima-Berrini, o interior paulista por sua vez, começa a atrair gestores interessados em tecnologia e agronegócios. Outro fato importante é a cidade de Belo Horizonte aparecendo como um novo pólo para investimentos em VC.

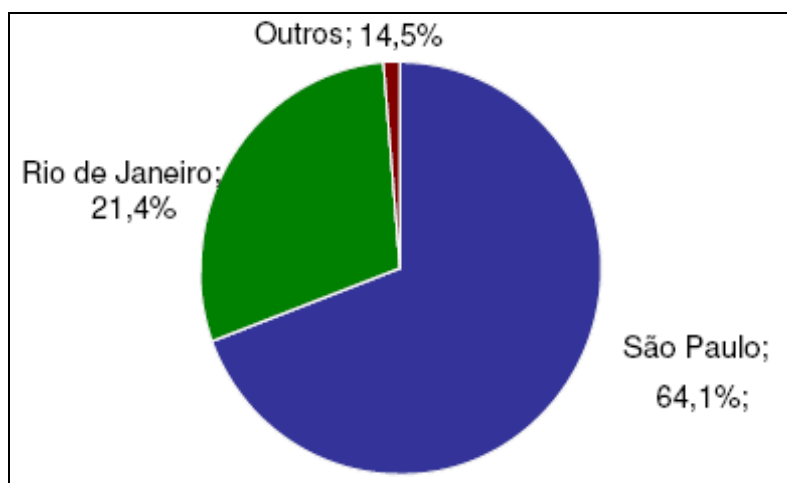


Gráfico 21: Concentração Geográfica SP/RJ. 1s. 2007  
Fonte: CB (2007)

#### 4.2.5 Os profissionais gestores

O CB (2005) mostra que as 65 organizações gestoras contam com 458 profissionais, sendo 215 gestores e 243 profissionais de apoio. Gestores são os profissionais com poder de decisão em pelo menos uma das etapas do processo de PE/VC (captação de recursos, originação de negócios, monitoramento e desinvestimento). Profissionais de apoio englobam analistas, *controllers*, estagiários e secretárias, que auxiliam os gestores na administração dos investimentos. Quase 90% das organizações brasileiras têm até cinco gestores. Nenhuma organização tem mais do que oito gestores. Em média, existe pouco menos de um profissional de apoio para cada gestor da indústria. Esse número pode variar entre 0,25 (um profissional de apoio para cada quatro gestores) até 4,7 (14 profissionais para três gestores).

Através da Tabela 11, observa-se que dos 215 gestores, 60% são sócios das organizações em que trabalham. Desconsiderando-se as 20 organizações onde não existe a figura do sócio (organizações afiliadas a instituições financeiras ou ao governo e alguns *corporate ventures* e organizações internacionais), a incidência de sócios entre os gestores sobe para 77%. Sócios costumam ter a remuneração fortemente atrelada ao desempenho. Por isso, possuem comprometimento de longo-prazo com os investimentos que realizam.

Tabela 11: Cargos dos Profissionais Gestores. Dez/2004

Cargo	Número de Gestores	Porcentagem
Sócio-gestor	128	27,9
Gestor	87	19,0
Analista sênior ou superior	83	18,1
Analista júnior	52	11,4
Estagiário / <i>Trainee</i>	27	5,9
Outros	81	17,7
<b>Total</b>	<b>458</b>	<b>100,0</b>

Fonte: CB (2005)

A indústria de PE/VC apresenta um perfil demográfico jovem e masculino: 97% dos gestores são homens (das sete gestoras identificadas, apenas três são sócias). A Tabela 12 mostra que 54% dos gestores têm idade igual ou inferior 40 anos. Dificilmente um gestor tem mais de 60 anos de idade (apenas seis casos). No que se refere ao grau de instrução, percebe-se que os gestores de PE/VC são profissionais com elevado nível de educação. Aproximadamente 4% dos gestores são doutores. Os que possuem título de Mestre, MBA ou LLM<sup>14</sup> somam 58%. No total, mais de 76% fez alguma pós-graduação.

Tabela 12: Faixa Etária e Escolaridade dos Gestores. Dez/2004

Faixa Etária	Número de Gestores	Porcentagem Válida	Porcentagem Acumulada
$x > 60$	6	2,9	2,9
$50 < x \leq 60$	32	15,6	18,5
$40 < x \leq 50$	56	27,3	45,9
$30 < x \leq 40$	80	39,0	84,9
$x \leq 30$	31	15,1	100,0
não especificada	10	-	-
<b>Total</b>	<b>215</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Escolaridade	Número de Gestores	Porcentagem Válida	Porcentagem Acumulada
Doutorado	8	3,8	3,8
Mestrado/MBA/LLM	123	57,7	61,5
Especialização	31	14,6	76,1
Superior completo	48	22,5	98,6
Sem nível superior	3	1,4	100,0
não especificada	2	-	-
<b>Total</b>	<b>215</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: CB (2005)

<sup>14</sup> LLM, do latim *Legum Magister*, é o programa de Mestrado *lato sensu* em Direito, que se desenvolve em um ano de estudos. O LLM é o diploma em Direito equivalente ao MBA na Administração.

Com relação à experiência profissional anterior, observa-se por meio da Tabela 13 que grande parte dos gestores, 36%, é oriunda do setor financeiro. Por outro lado, executivos de empresas não financeiras, que costumam ter experiência na elaboração e execução de estratégias empresariais (CEOs, empreendedores, consultores e *business angels*), representam mais da metade da amostra (53,5%). Apenas 11% dos gestores têm outras origens (membros do governo, acadêmicos ou advogados). Com relação ao tempo de experiência, a indústria brasileira conta com gestores com sólida experiência na atividade de PE/VC. Oito das 65 organizações possuem pelo menos um gestor com 20 ou mais anos de experiência. Outras 25 organizações (38%) possuem pelo menos um gestor com 10 ou mais anos de experiência. Considerando gestores com pelo menos cinco anos de experiência, o número de organizações sobe para 49 (75%).

Tabela 13: Experiência Profissional e Tempo de Experiência dos Gestores

Origem	Número de Gestores	Porcentagem Válida
Setor financeiro / Auditor	75	35,6
Indústria e consultoria	113	53,5
- CEO / Diretor do setor não-financeiro	45	21,3
- Consultor	39	18,5
- Empreendedor	27	12,8
- <i>Business Angel</i>	2	0,9
Outros	23	10,9
- Membro do governo	16	7,6
- Advogado	5	2,4
- Acadêmico	2	0,9
Não especificada	4	-
<b>Total</b>	<b>215</b>	<b>100,0</b>

Tempo de experiência do gestor mais experiente (em anos)	Número de organizações	Comprometimentos (em US\$ bilhões)
$x \geq 20$	8 (12,3)	1,08 (21,3)
$x \geq 15$	19 (29,2)	1,90 (37,4)
$x \geq 10$	25 (38,5)	2,49 (49,0)
$x \geq 5$	49 (75,4)	4,70 (92,7)
$x \geq 0$	65 (100,0)	5,07 (100,0)

Fonte: CB (2005)

A comparação internacional dos dados de capital humano mostra que o Brasil possui gestores de PE/VC bem qualificados para realizar a atividade de PE/VC. Além de bem titulados, a maioria é oriunda do setor industrial ou de consultoria.



Por meio do CB (2007) observa-se que o número de profissionais aumentou significativamente nos últimos dois anos, subindo de 458 para 984. O número de sócios/gestores passou de 128 para 357. O Gráfico 22 mostra a relação entre o montante comprometido entre as modalidades existentes no país, o número de organizações gestoras e o número de profissionais ativos em cada uma delas.

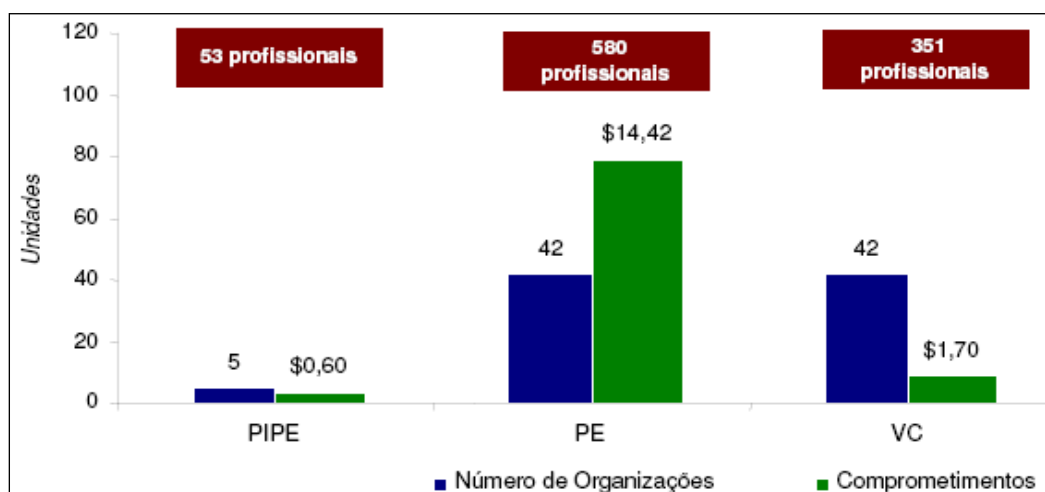


Gráfico 22: Número de Profissionais por modalidade. 1s. 2007

Fonte: CB (2007)

Destaque para a duplicação de capital humano de alto talento nas equipes gestoras, ressaltando que  $\frac{3}{4}$  dos profissionais são graduados com alta qualificação e experiência. Desses profissionais 75% têm foco voltado para administração e economia.

#### 4.2.6 O perfil das empresas financiadas

O portfólio brasileiro se mostra bastante equilibrado entre setores intensivos em alta tecnologia e aqueles tradicionais. Entre os setores onde a tecnologia costuma ser intensiva, informática e eletrônica é, sem dúvida, o setor que mais atrai a atenção de PE/VC. Pelo CB (2005) são 91 empresas investidas (35% do total). Neste segmento, 70% atuam no desenvolvimento de *software* (50 empresas) ou no processamento de dados para terceiros (*outsourcing*). Com 11% dos investimentos, telecomunicações é um setor de destaque. São 21 empresas atuando em serviços de telecomunicações (e.g. provedor de conexão Internet sem fio, operadora de telefonia celular). Outras sete empresas produzem equipamentos de

telecomunicações. Ainda no setor de tecnologia, destacam-se as 10 empresas focadas em biotecnologia, em especial aquela focada nos problemas que acometem os seres humanos.

De acordo com a Tabela 14, observa-se que os investimentos feitos em setores onde a tecnologia costuma ser pouco intensiva estão majoritariamente empregados nos setores de indústrias diversas (16%), que inclui tanto serviços (automação industrial) como produtos industriais (e.g têxteis). Os demais setores são: transportes e logística (6%), varejo (6%), alimentos, (4%), serviços financeiros (4%), entretenimento e turismo (4%), construção civil e imóveis (3%), entre outros. Mesmo nos setores tradicionais, parte das empresas que recebem aporte de PE/VC costumam ser intensivas em inovação. Por exemplo: a empresa que utiliza a Internet para vender seus produtos e serviços com comodidade para o cliente e a empresa de transportes aéreos que revolucionou o setor.

Tabela 14: Setores de Atuação das empresas do Portfólio Dez.2004

Setor Econômico de Atuação	N	%	Setor Econômico de Atuação	N	%
<b>1.Informática e Eletrônica</b>	<b>91</b>	<b>34,6</b>	<b>6.Alimentos</b>	<b>10</b>	<b>3,8</b>
1.1.Software	50		6.1.Alimentos	8	
1.2.Outsourcing de P&D	14		6.2.Fast-food e Franquias	2	
1.3.Internet	8		<b>7.Biotecnologia</b>	<b>10</b>	<b>3,8</b>
1.4.Máquinas e Equipamentos TI	7		7.1.Humana	7	
1.5.Serviços de Suporte TI	5		7.2.Vegetal	2	
1.6.Automação Comercial	2		7.3.Animal	1	
1.7.Integradora de Sistemas	1		<b>8.Serviços Financeiros</b>	<b>10</b>	<b>3,8</b>
1.8.Segurança Digital	1		8.1.Seguros	2	
1.9.Equipamentos Elétricos	1		8.2.Planos de Saúde Odontológico	1	
1.10.Equipamento de Segurança	1		8.3.Cartões de Crédito	1	
1.11.Varejo	1		8.4.Não-identificado	6	
<b>2.Indústrias Diversas</b>	<b>41</b>	<b>15,6</b>	<b>10.Entretenimento/Turismo</b>	<b>8</b>	<b>3,0</b>
2.1.Máquinas e Equipamentos	5		<b>11.Medicina e Estética</b>	<b>8</b>	<b>3,0</b>
2.2.Indústria de Base	4		11.1.Fármacos	3	
2.3.Automação Industrial	4		11.2.Produtos Médico-Hospitalares	2	
2.4.Têxteis	4		11.3.Franquias em Estética e Saúde	1	
2.5.Sistemas Industriais de Visão	2		11.4.Serviços Méd. e Laboratoriais	1	
2.6.Eletrodomésticos	2		11.5.Instrumentos Médicos	1	
2.7.Lavanderia Industrial	2		<b>9.Construção Civil/Imóveis</b>	<b>7</b>	<b>2,7</b>
2.8.Esterilização	1		9.1.Materiais para Construção	4	
2.9.Engenharía	1		9.2.Empreendimentos Imobiliários	2	
2.10.Móveis	1		9.3.Serviços Imobiliários	1	
2.11.Embalagens	1		<b>12.Agronegócios</b>	<b>7</b>	<b>2,7</b>
2.12.Tratamento de Água	1		12.1.Agricultura e pecuária	4	
2.13.Dist. de Materiais de Manut.	1		12.2.Máquinas e equipamentos	1	
2.14.Automotiva	1		12.3.Insumos	1	
2.15.Química	1		12.4.Reflorestamento	1	
<b>3.Telecomunicações</b>	<b>28</b>	<b>10,6</b>	<b>13.Energia</b>	<b>7</b>	<b>2,7</b>
3.1.Serviços	21		13.1.Distribuição	2	
3.2.Equipamentos	7		13.2.Produção	1	
3.3.Call center	1		13.3.Planejamento Energético	1	
<b>4.Transporte, Logística e Dist.</b>	<b>16</b>	<b>6,1</b>	<b>14.Comunicação/Mídia</b>	<b>7</b>	<b>2,7</b>
4.1.Logística Integrada	6		<b>15.Incubadora/Holding</b>	<b>3</b>	<b>1,1</b>
4.2.Aéreo	4		<b>16.Educação</b>	<b>3</b>	<b>1,1</b>
4.3.Ferrovário	3		<b>17.Equipamentos de segurança</b>	<b>1</b>	<b>0,4</b>
4.4.Terrestre	2		<b>18.Leilão</b>	<b>1</b>	<b>0,4</b>
4.5.Marítimo	1		<b>19.Saneamento</b>	<b>1</b>	<b>0,4</b>
<b>5.Varejo</b>	<b>16</b>	<b>6,1</b>	Não informado	2	-
<b>Total</b>				<b>265</b>	<b>100,0</b>

Fonte: CB (2005)

Segundo Sahlman (*apud* Ribeiro, 2005), a indústria norte-americana de PE/VC tendia a se especializar em setores da economia. No caso do Brasil, o grau de especialização parece ser menor. Os investimentos parecem bastante diversificados setorialmente. Na Europa, os três setores mais procurados pela indústria concentram 55% do número de investimentos. No Brasil, segundo a mesma classificação, esse valor é um pouco menor: 45% dos negócios.

A Tabela 15 apresenta a distribuição das empresas investidas segundo o estágio em que se encontravam no momento em que receberam o primeiro aporte de PE/VC. Das 265 empresas, 37% encontravam-se em fase de expansão (*expansion*). 27% estava em fase de estruturação inicial do negócio (*start-up*). As demais 16% já estava em estágio avançado de seu desenvolvimento.

Tabela 15: Número de Empresas por Setor. Dez/2004

Estágio	Número de Empresas	Porcentagem
Capital semente ( <i>Seed capital</i> )	36	13,7
Estruturação inicial ( <i>Start-Up</i> )	72	27,4
Expansão ( <i>Expansion</i> ) <sup>±</sup>	98	37,3
Estágio avançado ( <i>Later stage</i> )	42	16,0
Financiamento para aquisição ( <i>Acquisition finance</i> )	5	1,9
Tomada de controle pelos executivos ( <i>Management buyout/in</i> )	3	1,1
Capital pré-emissão ( <i>Bridge finance</i> )	1	0,4
Recuperação empresarial ( <i>Turnaround</i> )	6	2,3
não identificado	2	-
<b>Total</b>	<b>265</b>	<b>100,0</b>

Fonte: CB (2005)

O CB (2007) mostra um crescimento do número de empresas em portfólio de mais de 50%, saindo de 265 em 2005 para 404 dois anos depois.

#### 4.2.7 Os investidores

Dadas as características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, os veículos de PE/VC são especialmente atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e horizontes longos de investimento, tais como pessoas físicas abastadas, fundos de pensão, seguradoras, *trusts*, *endowments*, etc. Dado o impacto econômico-social da atividade de PE/VC em termos da criação de empresas, geração de empregos e promoção da inovação,

é comum encontrar agências multilaterais e governos (por meio de bancos de desenvolvimento, empresas públicas e autarquias) entre os investidores deste setor.

Tabela 16: Investidores. Dez.2004

Classe	Comprometimentos (em US\$ milhões)	Porcentagem Válida	Origem Internacional (%)
Fundos de pensão	686	17,2	24
Empresas privadas	634	15,9	43
Bancos	413	10,3	78
Fundos de investimento	362	9,1	94
<i>Trusts e endowments</i>	353	8,9	100
Pessoas físicas externas à organização	334	8,4	82
Outras organizações de PE/VC	291	7,3	96
Seguradoras	290	7,3	99
Governo e empresas públicas	255	6,4	0
Sócios da organização gestora	198	4,9	48
Instituições multilaterais	131	3,3	100
ONGs	41	1,0	100
Sem informação	1.080	0	91
<b>Total</b>	<b>5.068</b>	<b>100,0</b>	<b>70</b>

Fonte: CB (2005)

Pela Tabela 16 observa-se que no Brasil, fundos de pensão são os principais investidores, com 17% dos recursos. Entre eles, os fundos de pensão nacionais têm papel importante, contribuindo com 78% dos recursos investidos por esta categoria. Isso representa US\$ 535 milhões, o que os torna o grupo de investidores mais relevantes para o setor. A segunda grande fonte de recursos são os grupos empresariais, com 16% do capital. Mais uma vez, o capital nacional é predominante (53%). Recursos de tesouraria de bancos, principalmente dos bancos de investimento internacionais, representam 10% do capital. Em seguida vêm os fundos de investimento, entre os quais os fundos de fundos internacionais são os mais importantes (9%). Os demais investidores, em ordem de importância, são: *Trusts e endowments*, (9% do capital), pessoas físicas externas às organizações (8%) e outras organizações gestoras de PE/VC (7% do capital). Seguradoras, que são instituições financeiras com funcionamento semelhante a de um fundo de pensão, representam 7% do capital. Em geral são investidores internacionais. O governo, através de Finep, BNDES, SEBRAE, Banco do Nordeste etc., fomenta o setor com US\$ 255 milhões investidos em cerca de 30 veículos de investimentos. Papel semelhante tem as organizações multilaterais, que trouxeram pouco mais de US\$ 131 milhões para o setor. Cerca de 20 veículos de investimento contam com a certificação implícita que o aporte feito por estas instituições traz.

#### 4.2.8 O desinvestimento

O CB (2005) apresenta com a Tabela 17 o histórico de saídas realizadas pelas organizações gestoras. O baixo número de saídas realizadas em 1999 sugere que poucos investimentos haviam maturado. Naquele ano, a moeda nacional sofreu forte desvalorização frente ao dólar, o que pode ter refreado ainda mais a atividade de saída. As sete saídas realizadas foram divididas quase que igualmente entre vendas estratégicas (4) e recompra por parte dos empreendedores (3). Apesar do baixo número de saídas, o valor obtido foi significativo: US\$ 203 milhões, equivalente a US\$ 25,4 milhões por transação.

Tabela 17: Desinvestimentos/Saídas. Dez.2004

Mecanismo de Saída	Ano					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Saídas Totais</b>						
<b>IPO</b>	-	-	-	-	-	9
	-	-	-	-	-	(29,0)
<i>Trade-sale</i>	4	13	8	6	6	15
	(57,1)	(39,4)	(21,6)	(24,0)	(27,3)	(48,4)
<i>Secondary-sale</i>	-	16	1	1	4	2
	-	(48,5)	(27,0)	(4,0)	(18,2)	(6,5)
<i>Buyback</i>	3	1	8	3	9	8
	(42,9)	(3,0)	(21,6)	(12,0)	(40,9)	(25,8)
<i>Write-off/down</i>	-	3	20	15	3	4
	-	(9,1)	(54,1)	(60,0)	(13,6)	(12,9)
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>31</b>
<b>Saídas Parciais</b>						
<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
<b>Capital Desinvestido por meio de Saídas (em milhões de US)</b>						
<b>Desinvestimento Médio</b>	<b>25,4</b>	<b>8,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>6,9</b>
<b>Total</b>	<b>203</b>	<b>282</b>	<b>65</b>	<b>41</b>	<b>52</b>	<b>261</b>

Fonte: CB (2005)

Em 2000, o mercado internacional de alta tecnologia vivenciou momentos de alta expectativa. Com isso, a indústria foi capaz de realizar 37 saídas, sendo 13 vendas estratégicas e 16 transações secundárias. O valor obtido com essas saídas foi de US\$ 282 milhões, o maior valor de desinvestimentos da indústria para o período estudado. Com isso, o valor médio das saídas foi relativamente elevado: US\$ 8,5 milhões. Entretanto, a janela de oportunidade durou pouco. Com a mudança da percepção de investidores em relação às empresas de alta tecnologia e Internet, muitos gestores viram que parcela significativa de seus portfólios não traria os retornos esperados. Assim, de 2001 a 2002 a indústria empreendeu uma espécie de

*limpeza* do portfólio. Ao todo, 35 investimentos foram liquidados e mais de 10 foram revendidos aos empreendedores. Evidências empíricas mostram que muitas operações de revenda de participação aos empreendedores são meros substitutos de uma liquidação (*writeoff*). É o caso da empresa que continua economicamente viável, mas não possui mais as perspectivas de crescimento que justificaram o investimento de PE/VC inicialmente.

Em contraste com o período de 2001 a 2003, 2004 foi um ano extremamente positivo para o setor. Pela primeira vez em seis anos, o mecanismo de IPO foi utilizado. As cinco empresas que tiveram suas ações inseridas na BOVESPA contavam com recursos de nove organizações gestoras. Os IPOs representaram 29% das transações da saída naquele ano. Além dos IPOs bem sucedidos, o setor realizou 15 vendas estratégicas. É o maior número de saídas por este mecanismo dos últimos seis anos. Juntos, IPOs e vendas estratégicas representaram mais de 77% do número de saídas. Isto evidencia a chegada da indústria ao final de seu primeiro ciclo completo. Também mostra a capacidade de se realizar saídas de PE/VC no mercado acionário.

Por consequência desse fato, de 2004 para o primeiro semestre de 2007 o setor contou com mais 28 saídas através de IPOs. Nos últimos dois anos os IPOs levantaram mais de R\$ 45 bilhões no mercado de capitais brasileiro, e dentre esse montante as empresas financiadas por PE/VC representam cerca de 36%. Tais empresas ganham destaque por apresentarem foco direcionado ao Novo Mercado e gerarem retornos superiores aos investidores de mercado. O gráfico EEE denota muito bem o comparativo entre o volume captado de empresas com e sem capital de PE/VC e a rentabilidade atingida com os IPOs.

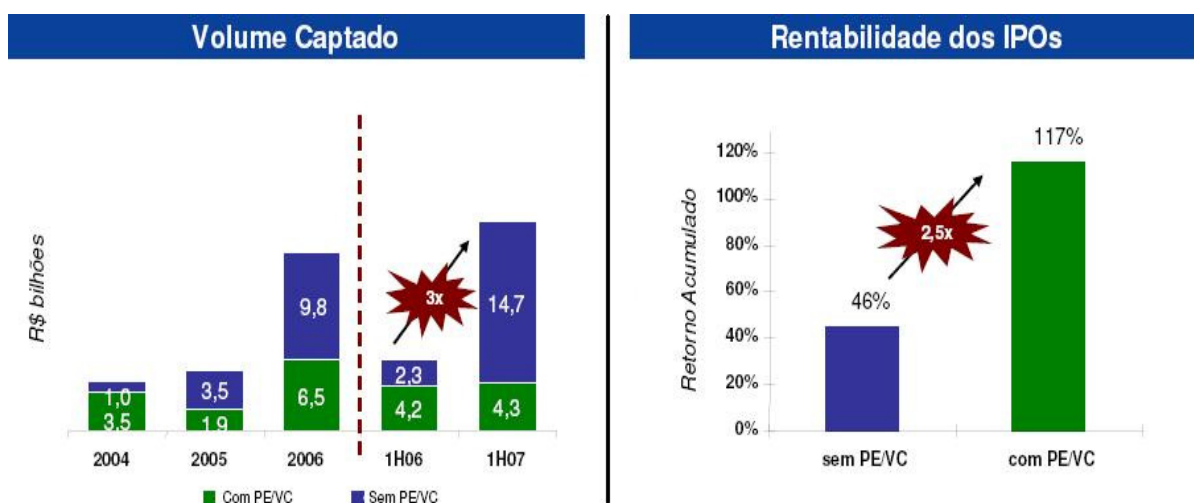


Gráfico 23: Volume Captado/Rentabilidade IPOs  
Fonte: CB (2007)

#### 4.2.9 Estrutura Legal Utilizada

A estrutura usualmente utilizada é a *Limited Partnership* (LP). De acordo com a Tabela 18, dos 90 veículos de investimento pesquisados, 29 (32%) são LPs, os quais congregam 68% de todo o capital comprometido para o Brasil. As empresas de participação (*holdings*), embora relativamente numerosas, concentram menos de 10% do capital. Das 20 *holdings* existentes, duas são listadas em bolsa de valores (Bradespar e Ideiasnet). Por sua vez, os fundos constituídos sob instruções da CVM são as estruturas mais frequentes: 37 veículos, totalizando US\$ 0,78 bilhões (15% do total comprometido na indústria). Entre os fundos regidos pela CVM estão 21 FMIEEs, com comprometimentos de US\$ 170 milhões (3% do capital); seis veículos instituídos sob a Instrução CVM 409, com comprometimentos de US\$ 200 milhões (4% do capital); e dez FIPs, com comprometimentos de US\$ 410 milhões (8,2% do capital). Dos fundos CVM, dois são listados em bolsa de valores (fundos *IP.com*, constituídos como um CVM 209). Vale destacar que a CVM 391 foi instituída em 2003. Portanto, é impressionante que tenha atraído tanto recurso em tão pouco tempo. Pelo que se observa, a tendência é que os FIPs venham a ocupar o lugar das LPs como estrutura de preferência para os investimentos em PE/VC no Brasil. Tendo em vista a relevância da regulamentação de *Limited Partnership* para a indústria de PE/VC no Brasil e nos EUA, torna-se necessário descrever a estrutura de uma LP e compará-la com as estruturas adotadas instituídas pela CVM para a realização de investimentos em PE/VC no Brasil.

Tabela 18: Regulamentação dos Veículos de Investimento. Dez.2004

Estrutura legal	Número de veículos	Comprometimentos (em US\$ bilhões)
<i>Limited Partnership</i>	29 (32,2)	3,45 (68,2)
CVM 209 (FMIEE)	21 (23,3)	0,17 (3,3)
CVM 391 e 406 (FIP)	10 (11,1)	0,41 (8,2)
CVM 409	6 (6,7)	0,20 (3,9)
Empresa de participações ( <i>holding</i> )	20 (20,6)	0,52 (9,4)
Alocação orçamentária de grupo industrial ( <i>corporate venture</i> )	2 (2,2)	0,31 (6,1)
Outros	2 (2,2)	0,01 (0,1)
<b>Total</b>	<b>90</b> <b>(100,0)</b>	<b>5,07</b> <b>(100,0)</b>

Fonte: CB (2005)

Ribeiro (2005) denota muito bem as estruturas utilizadas pelos veículos de investimento, a seguir dá-se uma pequena amostra das características de cada um.

a) LP

A estrutura de LP compreende pelo menos duas partes, o(s) gestor(es) (*General Partner*) e o(s) investidor(es). O *Limited Partner* (LP) 48 fornece os recursos necessários à formação do fundo. Tais recursos são protegidos pela cláusula de responsabilidade limitada. Ou seja, o investidor não corre o risco de perder mais do que o capital investido no veículo. Para garantir esse direito, os LPs só precisam seguir uma regra: manterem-se afastados da gestão cotidiana do veículo. Desde a revisão de 2001 essa proteção é garantida mesmo com envolvimento do LP na gestão do veículo. Entretanto, aquele com a obrigação fiduciária pela gestão é o *General Partner* (GP).

*Limited Partner (LP):*

- a) Investidores que provêm recursos aos fundos;
- b) Responsabilidade limitada – não há envolvimento nas operações diárias;
- c) Direito a renda, ganhos de capital e benefícios fiscais;

*General Partners (GP):*

- a) Entidade profissional responsável pela administração do fundo;
- b) Seleção de empresas e alocação dos recursos captados;
- c) Administração dos negócios e controle do desempenho;
- d) Responsabilidade ilimitada;
- e) Remuneração por meio de uma taxa de administração e taxa de desempenho;

Um dos grandes benefícios da LP para a indústria de PE/VC é o fato a mesma estar isenta de imposto sobre a renda. Os impostos só são auferidos e cobrados dos *Limited Partners*. Caso a distribuição de ganhos seja feita na forma de títulos mobiliários, o investidor só arca com o eventual imposto quando de sua alienação ou liquidação. Mas para fazerem jus aos benefícios fiscais do governo norte-americano, LPs precisam estar configuradas da seguinte forma: (I) Duração pré-determinada e contratada; (II) Restrição na revenda de cotas; (III) Proibido o resgate de cotas antes do término do prazo de duração; (IV) *Limited Partners* devem manter distância da gestão cotidiana do fundo.



## b) CVM 209

Até 1994 as empresas *holdings* eram estruturas bastante utilizadas para a realização de investimentos de PE/VC no Brasil. Como veículos de PE/VC, as *holdings* apresentam algumas deficiências relativas a tratamento fiscal dos ganhos de capital, duração ilimitada e restrições à entrada de recursos estrangeiros. Buscando implementar uma estrutura mais adequada para os investimentos de PE/VC no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora do mercado de capitais, instituiu os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), regulados pela Instrução CVM 209. A seguir, as disposições da Instrução CVM 209 são agrupadas segundo seu efeito na estrutura, ciclo de investimentos e remuneração da atividade de PE/VC:

**Estrutura:** (I) o prazo do FMIEE é limitado a 10 anos, podendo ser prorrogado por uma única vez, por mais 5 anos, mediante voto de 2/3 das cotas; (II) diferentemente do que ocorre com as *limited partnerships* nos EUA, as cotas das FMIEE, depois de integralizadas, poderão ser admitidas à negociação no mercado de bolsas ou de balcão, mediante aprovação da CVM; (III) para selecionar apenas investidores qualificados, a Instrução dispõe que cada investidores deverá comprometer um mínimo de R\$ 400 mil. Alternativamente, o número de investidores deverá se restringir a 35; (IV) o administrador pode renunciar à administração do fundo com aviso prévio de 60 dias; (V) 5% das cotas chama assembléia extraordinária; (vi) o investidor tem o direito à informação.

**Ciclo de Investimentos:** (I) Pelo menos 75% dos recursos deverá ser investido em valores mobiliários (ações, debêntures ou bônus de subscrição), emitidos por empresas emergentes; (II) apenas empresas nacionais podem receber os aportes; (III) as empresas devem apresentar receita anual inferior a R\$ 100 milhões no momento do primeiro aporte, (IV) é vedado o investimento em empresa integrante de grupo econômico que tenha patrimônio líquido consolidado igual ou superior a R\$ 200 milhões; (V) é vedado o investimento em empresas que possuam em seus quadros societário ou de administração, gestores do próprio fundo, ou parentes destes, com participação superior a 10% do capital social; (VI) o fundo não pode se alavancar; (VII) os títulos das empresas devem ser colocados sob custódia de instituições financeiras.

**Remuneração:** (I) cobranças de taxas e despesas, bem como prazos, não poderão ser diferenciados de cotista para cotista; (II) despesas do fundo são repassadas ao investidor; (III) mediante aprovação de maioria absoluta dos cotistas, a remuneração do gestor (fixa e variável) pode ser alterada;

### c) FIPs

Em 2003, a CVM instituiu uma nova figura jurídica: os Fundos de Investimento em Participações (FIP), regulados pela Instrução CVM 391/2003<sup>51</sup>. Como diferencial em relação aos FMIEEs, os FIPs são mais flexíveis e trazem disposições importantes quanto à governança corporativa do fundo e das empresas investidas. A seguir, o regulamento do FIP é discutido em termos de seu impacto na estrutura, ciclo de investimento e remuneração da atividade de PE/VC:

**Estrutura:** (I) em relação aos FMIEEs os FIPs relaxam diversas restrições, dando maior liberdade para que investidores e gestores definam as políticas de investimento, governança e duração contratualmente; (II) eliminam atrasos burocráticos de registro junto à CVM, tornando o processo automático; (III) impõe um modelo de governança para o fundo, composto de conselho consultivo e comitês de investimento e técnico; (IV) há a preocupação no sentido de que possíveis situações de conflito de interesses sejam identificados de antemão; (V) obriga maior transparência de informação para os cotistas; (VI) requer que as regras contábeis de avaliação de investimentos e de cotas sejam estabelecidas no regulamento; (VII) diferentemente dos FMIEEs, o investidor que se qualifica ao FIP pode investir a partir de R\$100 mil; (VIII) o gestor fica responsabilizado por prejuízos oriundos de dolo, culpa e violação de leis; (IX) negociação de cotas em bolsa é permitida desde que os investidores compradores sejam investidores qualificados.

**Ciclo de Investimento:** (I) exigem que o regulamento disponha sobre os processos decisórios de investimento e desinvestimento; (II) diferente dos FMIEEs, não impõe limite ao tamanho da empresa investida ou ao fato da mesma ser cotada em bolsa de valores; (III) dispõe sobre a participação dos gestores na administração e na governança corporativa das empresas investidas. Assim, os gestores dos FIPs precisam demonstrar a capacidade de indicar membros do conselho, participar de bloco de controle, com ou sem acordo de acionistas, ou realizar ajustes e procedimentos que garantam sua efetiva influência sobre as empresas investidas; (IV) as empresas investidas não podem emitir partes beneficiárias ou manter estas partes em circulação; (V) mandato do conselho deve ser unificado e de um ano; (VI) todo contrato com parte relacionada deve ficar disponível, bem como acordos de acionistas e programas de remuneração por opções e ações; (VII) a empresa investida deve aderir a câmara de arbitragem; (VIII) se levada ao mercado acionário, a empresa deve aderir a um dos segmento diferenciados de governança corporativa; (IX) a auditoria deve ser feita por empresa de auditoria independente, registrada na CVM; (X) o fundo não pode se alavancar, a

não ser que tenha como um de seus cotistas instituição multilateral ou banco de desenvolvimento (Instrução CVM 406).

**Remuneração:** Para amortização das cotas, o gestor pode utilizar-se de bens e direitos. Ou seja, pode distribuir títulos das empresas sem que haja necessidade de liquidação do ativo.

O Gráfico 24 apresenta o histórico de lançamento de veículos de investimentos e revela a estrutura legal utilizada. Como se pode observar, as *holdings* eram bastante comuns até 1994. De 1994 até 1998, as LPs passaram a representar mais de metade dos veículos lançados anualmente. A partir de 1999, o uso das instruções CVM passou a ser constante. Em especial, destaca-se o uso da CVM 391 em mais de metade dos veículos estabelecidos de 2003 em diante.

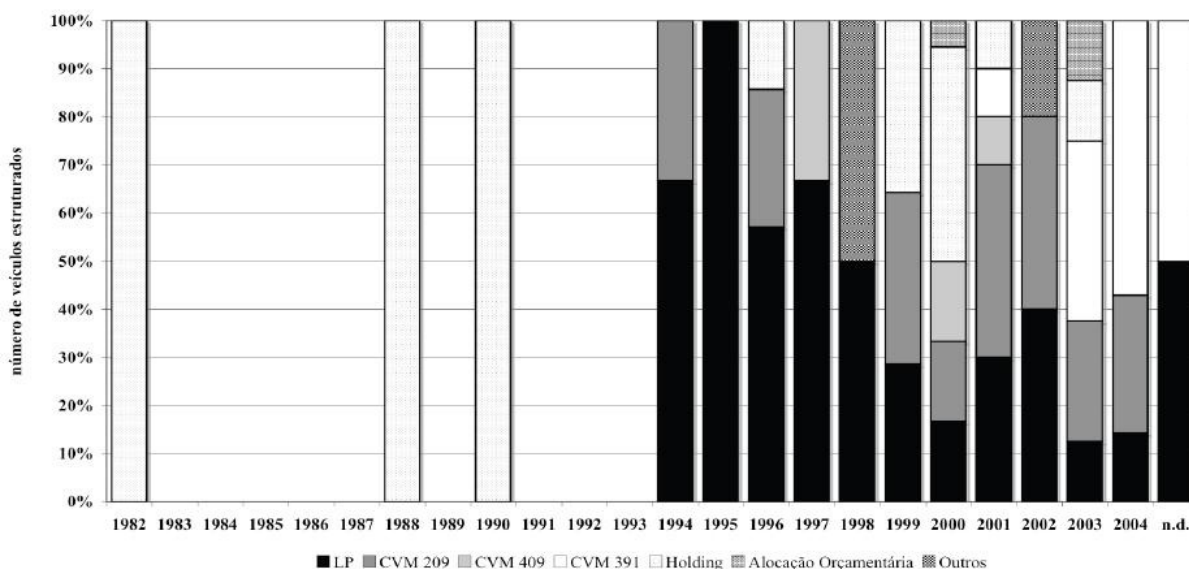


Gráfico 24: Estrutura Legal

Fonte: CB (2005)

O prazo limitado de duração do veículo tem função importante de governança. Além de indicar ao gestor um prazo para realização das saídas, dá ao investidor uma opção importante. Conforme a Tabela 19, 70 dos 90 veículos em atuação no Brasil possuem duração determinada. Em geral, a duração é de nove ou dez anos com possibilidade de extensão por mais dois anos. Grande número de veículos tem duração inferior a isso. São 31 veículos com duração entre cinco e oito anos. Também se observa um número elevado de veículos, 11, que podem durar entre 13 e mais de 18 anos, já considerando o período de extensão.

Tabela 19: Prazo Duração de um Veículo

de extensão de duração		Prazos (em anos)							Sem extensão definida	Total
		1	2	3	4	5	6	10		
5 e 6		1	3	2	2	-	-	-	1	9
7 e 8		-	19	1	-	-	-	-	2	22
9 e 10		1	18	-	1	6		1	6	33
16 a 20		-	1	-	-	-	2	-	3	6
Sem duração definida		-	-	-	-	-	-	-	20	20
Total		2	41	3	3	6	2	1	32	90

Fonte: CB (2005)

Segundo Ribeiro (2005) no Brasil é notável a existência de veículos com prazos tão diversos de duração, que podem variar de 5 a 20 anos. Os prazos maiores são usualmente aplicados aos veículos com foco de investimento em projetos de infra-estrutura, que maturam em mais longos prazos. Os resultados sugerem que a indústria brasileira de PE/VC ainda não chegou a um consenso quanto ao prazo ideal para um veículo de PE/VC que atue sob as incertezas do mercado nacional. Também revela a existência de certo grau de diversidade do tipo de empresa/projeto que recebe financiamento de PE/VC no Brasil.

No que se refere do controle exercido pelos investidores, nota-se pela Tabela 20 que os mesmos possuem grande influência devido ao fato de que em mais de dois terços dos veículos, que congregam quase 75% do capital, todo e qualquer recurso obtido por meio de saídas deve ser obrigatoriamente revertido ao investidor. Em 19% dos casos (11% do capital), os investidores são chamados a decidir sobre a alocação destes recursos. Ou seja, mais de 85% do capital de PE/VC está alocado em veículos onde os investidores têm controle absoluto sobre o uso dos recursos oriundos de desinvestimentos.

Tabela 20: Decisão para os Meios de Saída

Nível de Delegação	Número de Veículos	Porcentagem Válida	Comprometimento (US\$ bilhões)	Porcentagem Válida
<b>A Total Critério dos Gestores</b>	4	4,5	0,45	9,1
<b>A Critério dos Gestores</b>				
<b>Durante o Período de Investimentos</b>	2	2,2	0,05	1,0
<b>Decisão da Diretoria</b>	4	4,5	0,19	3,7
<b>A Critério dos Investidores</b>	17	19,1	0,54	11,0
<b>Obrigatoriamente Distribuído</b>	60	67,5	3,67	74,2
<b>Outros</b>	2	2,2	0,05	1,0
<b>Não Especificado</b>	1	-	0,12	-
<b>Total</b>	<b>90</b>	<b>100,0</b>	<b>5,07</b>	<b>100,0</b>

Fonte: CB (2005)

No Brasil, apenas 22 dos 90 veículos possuem restrições que impedem que uma organização gestora lance um novo veículo sem que antes tenha devolvido parte dos recursos investidos para os investidores. Entre estes, os menos restritos devem devolver aos investidores 50% do capital investido. Só então podem lançar um novo veículo. Apenas 18 veículos de investimento trazem, em seus regulamentos, cláusulas que impedem a realização de co-investimentos com outros veículos administrados pela mesma organização gestora. A utilização de recursos de um fundo para investimento em empresa que esteja no portfólio de outro fundo poderia gerar oportunidade para que certos investidores sejam beneficiados às custas dos demais.

#### **4.3 O desenvolvimento da indústria de PE/VC no Brasil e as maiores organizações em atuação**

Atualmente a indústria de PE/VC brasileira passou a ser favorecida por uma série de modificações institucionais, políticas e econômicas. O governo passou a reconhecer a importância de fomentar o setor e adotou iniciativas concretas, como por exemplo, a Lei de Inovação, o Grupo de Trabalho (GT) com membros de diversos órgãos do governo e da iniciativa privada, o BNDES retornou ao setor e o FINEP lançou o programa para capital semente. O CVM passou a estudar mudanças no marco regulatório e demonstra disposição para incorporar novas idéias. Os fundos de pensão começam a ter maior interesse e a investir na classe de ativos: Petros (Petrobras) aprovou entre 2005 e 2006 investimento em fundos de VC; Previ (Banco do Brasil) em 2006 e Funcef (Caixa Econômica) também investirão. No que se refere ao mercado de ações, a Bovespa lançou o MAIS para facilitar o acesso ao mercado.

Participação do BNDES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• R\$ 260 milhões alocados para aplicações em empresas emergentes e fundos de PE</li> <li>• Programas de fomento do banco a setores estratégicos do país</li> </ul>
Liderança na Captação Recursos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O Brasil lidera a captação de recursos para a América Latina</li> <li>• Metade dos investimentos dos fundos são destinados a empresas gestoras brasileiras</li> </ul>
Infra-Estrutura	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mais de 4 fundos estruturados e captados para a aplicação em infra-estrutura</li> <li>• Insuficiência na capacidade de investimento de Estado</li> <li>• Parcerias contínuas com o setor privado</li> </ul>
Legislação	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fortalecimento dos instrumentos financeiros regulados pela CVM</li> <li>• Maior transparência, segurança e atratividade aos investidores</li> </ul>
Mercado de Capitais	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Novo mercado: desenvolvimento consistente da indústria de PE/VC</li> <li>• Aumento da atratividade para investidores</li> </ul>
Governança Corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conscientização das empresas sobre a importância de adoção de práticas de governança</li> <li>• Aumento da transparência</li> </ul>

Quadro 04: O desenvolvimento da indústria de PE/VC.

Fonte: CB (2007)

No que se refere às organizações que atuam no mercado brasileiro, o CB (2007) denota as principais.

Tabela 21: Maiores fundos de Private Equity no Brasil

Gestor	Localização	Número de Profissionais	Data de Início no Brasil	Número de Veículos	Número de Empresas no portfólio	US\$ bilhões
GP Investments	SP	56	1993	6	11	\$1,85
Advent International	SP	9	1997	4	5	\$1,59
UBS Pactual	RJ	22	1997	4	11*	\$1,50
BNDESPar Private Equity	RJ	1	1982	1	5	\$1,30
Gávea Investimentos	RJ	15	2006	2	9	\$1,07
AIG Private Equity	SP	9	2000	4	4	\$0,80
Pátria Investimentos	SP	39	1994	5	6	\$0,70
Actis Capital	SP	6	2007	2	0	\$0,50
Tarpon Investment Group	SP	14	2005	1	2	\$0,50
Banco ABN AMRO Real	SP	6	1999	2	3	\$0,45

Fonte: CB (2007)

Tabela 22: Maiores fundos de Venture Capital no Brasil

Gestor	Localização	Número de Profissionais	Data de Início no Brasil	Número de Veículos	Número de Empresas no portfólio	US\$ bilhões
Votorantim Novos Negócios	SP	17	2000	1	6	\$300,00
Ascet Investimentos	SP	7	2000	1	4	\$150,00
BNDESPar Venture Capital	RJ	8	1982	1	33	\$123,00
FIR Capital Partners	MG	32	1999	3	15	\$87,00
DGF Investimentos	SP	15	2001	2	11	\$63,00
Jardim Botânico Partners Investimentos	RJ	13	2003	2	6	\$60,00
Intel Capital Corporation	SP	5	1999	2	7	\$57,00*
Rio Bravo Investimentos	SP	10	2000	6	20	\$50,00
CRP Cia de Participações	Rs	10	1981	5	18	\$49,00

Fonte: CB (2007)

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo da pesquisa realizada, procurou-se demonstrar que poucos setores retratam de forma tão fiel a história recente da economia brasileira como a indústria de capital de risco. Os fundos que comprem participações em empresas nasceram no país praticamente junto com Plano Real, enfrentaram um prolongado período de desconfiança e voltaram a atuar com força total nos últimos anos, na esteira do crescimento do mercado de capitais.

Apenas nos três primeiros meses de 2007, o volume de ofertas de cotas de fundos de *Private Equity* registradas na Comissão de Valores Mobiliários atingiu quase R\$ 4 bilhões. A título de comparação, em todo o ano de 2006 esse valor chegou a R\$ 4,775 bilhões, e em 2005, a R\$ 2,1 bilhões. Estima-se que os recursos do setor sejam ainda maiores, já que muitos dos fundos que operam no Brasil são estrangeiros e não passam pelo registro na autarquia.

Ao que tudo indica, o setor deixou definitivamente para trás a ressaca que se abateu sobre o mercado desde o final da década de 1990. Depois de apresentaram um forte crescimento nos primeiros anos de atividade no país, as crises nos mercados emergentes, que culminaram na desvalorização do real, em 1999, deixaram profundas cicatrizes nos fundos pioneiros. Na ocasião, os gestores, em especial aqueles que administravam recursos de investidores estrangeiros, se viram diante de uma missão impossível: obter retorno em dólar após a moeda brasileira perder quase 100% do valor em pouco menos de um mês.

A pouca liquidez do mercado de ações brasileiro na época era outro fator inibidor dos fundos de Capital de Risco, uma vez que impedia a possibilidade dos mesmos deixarem a empresa investida por meio de uma oferta pública inicial de ações. A relativa estabilidade econômica conquistada nos últimos anos trouxe um ambiente mais seguro para os negócios, mas ainda não era o suficiente para recuperar a abalada confiança no setor. O impulso para a retomada dos investimentos veio apenas depois do surgimento dos primeiros casos de sucesso dos fundos.

A face mais visível da retomada está presente na saída dos investimentos via ofertas de ações. A primeira empresa com investimento de *Private Equity* a vir a mercado foi a companhia aérea Gol, cuja oferta primária e secundária, realizada em 2004, totalizou R\$ 878 milhões. Até o final ano passado, outras 13 companhias que receberam aportes de fundos abriram capital, em operações que somaram R\$ 6,5 bilhões, de acordo com dados da Bovespa. A maior parte das emissões ocorreu no Novo Mercado, segmento que reúne as empresas com as práticas de governança corporativa mais rigorosas. A expectativa agora é de que os ganhos

obtidos pelos fundos nas operações provoquem um círculo virtuoso. Ou seja, que o aumento das captações dos *Private Equity* e *Venture Capital* leve a uma expansão dos investimentos no setor produtivo brasileiro, que em última instância contribuirão para a expansão da economia como um todo, sem falar no mercado de capitais.

Mas muita pesquisa ainda precisa ser feita para compreender o modelo brasileiro de PE/VC. Ainda que o montante de recursos sob gestão seja pequeno se comparado com o que existe no mercado financeiro como um todo, a atividade de PE/VC tem seus benefícios. Conforme ilustra a literatura, seu impacto na economia pode ser significativo. O governo tem tido papel positivo, possibilitando a entrada de novos gestores no mercado e mantendo gestores experientes no setor. Entretanto, dados do ambiente econômico institucional brasileiro sugerem que as verdadeiras melhorias que o país deve implementar estão relacionadas à proteção dos interesses dos investidores, simplificação dos processos burocráticos, diminuição dos tributos que oneram a empresa formal e uma profunda reforma no Judiciário para aumentar a eficiência da coerção de leis e contratos no país.



## REFERÊNCIAS

ABCR/Thomson Venture Economics. Apresenta informações sobre: dados estatísticos sobre capital de risco. Disponível em: < [www.venturecapital.gov.br](http://www.venturecapital.gov.br) >. Acesso em: 10 out. 2007.

ABVCAP - Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital. Apresenta informações sobre: A indústria de private equity e venture capital no Brasil. Disponível em: < [www.abvcap.com.br](http://www.abvcap.com.br) >. Acesso em: 07 out. 2007.

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo. Apresenta informações a respeito do mercado de capitais e a bolsa de valores brasileira. Disponível em: < [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) >. Acesso em: 22 set. 2007.

CARLOS, Guilherme A. C. **Inserção do capital de risco no cálculo de *portfolio* eficiente no Brasil**. Trabalho de conclusão de curso. Curso de Administração. Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, 2004.

CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo L.; FURTADO, Cláudio V. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CB (2005) – Primeiro Censo Brasileiro. In: CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo L.; FURTADO, Cláudio V. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CB (2007) – Segundo Censo Brasileiro. Apresenta informações sobre: A indústria de PE/VC no Brasil e a estruturação de negócios. Disponível em: < [www.pit-sp.org.br](http://www.pit-sp.org.br) >. Acesso em: 14 jan. 2008.

CGEE - Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Apresenta informações sobre: experiências de empresas de tecnologia investidas. Disponível em: < [www.cgee.gov.br](http://www.cgee.gov.br) >. Acesso em: 25 out. 2007.

DELOITTE. Apresenta informações sobre: Gestão de recursos de capital de risco. Disponível em: < [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com) >. Acesso em: 20 nov. 2007.

FRENKEL, J. **Estudo da competitividade da indústria brasileira: sistemas de apoio fiscal creditício ao risco tecnológico e à competitividade**. Campinas: Unicamp, 1993.

GONÇALVES, Eduardo. **Financiamento de Empresas de Base Tecnológica**: algumas evidências da experiência brasileira. Revista Econômica do Nordeste, Fortaleza, v. 33, n. 1, jan-mar. 2002.

GORGULHO, Luciane. **O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica**: O caso do CONTEC/BNDES. Dissertação de conclusão de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1996.

GUIMARÃES, F.C.M.S. **A interação entre pesquisa e desenvolvimento e produção industrial no Brasil**. Brasília, DF: Ministério da Ciência e Tecnologia, 1992.

IBRADEMP - Instituto Brasileiro de Direito Empresarial. Apresenta informações sobre: Artigos voltados ao capital de risco. Disponível em: < [www.ibrademp.org.br](http://www.ibrademp.org.br) >. Acesso em: 02 dez. 2007.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Apresenta informações sobre: dados estatísticos sobre inovação tecnológica. Disponível em: < [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br) >. Acesso em: 21 set. 2007.

IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Apresenta informações sobre: Dados estatísticos econômicos. Disponível em: < [www.ipea.gov.br](http://www.ipea.gov.br) >. Acesso em: 25 set. 2007.

MATTAR, Fauze Najib. **Pesquisa de marketing**: metodologia e planejamento. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. v. 1.

\_\_\_\_\_. **Pesquisa de marketing**: execução e análise. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1998. v. 2.

MOTA, Haroldo. Apresenta informações sobre: Sustentabilidade financeira para a competitividade. Disponível em: < [www.fdc.org.br](http://www.fdc.org.br) >. Acesso em: 11 dez. 2007.

NETO, Mario Casale. **Um estudo sobre a indústria de capital de risco com foco em pequenas e médias empresas brasileiras**. Trabalho de conclusão de curso. Curso de Engenharia de Produção Mecânica, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2007.

NEVES, M. S. ; NEVES, C. . **A Indústria de Capital de Risco no Brasil**: Desafios e Tendências. In: Anais do X SIMPEP - Simposio de Engenharia de Produção, São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, Marco Antonio. **Administração de carteira de investimento**. Anotações de Aula, Ibmec, 2004.

PAVANI, C. **O Capital de Risco no Brasil**: Conceito, Evolução e Perspectivas. Rio de Janeiro: E-papers, 2003.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. Dissertação de Mestrado. Programa de pós-graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

RIBEIRO, L. L.; TIRONI, L. F. **Ativos Intangíveis**: Avaliação e Mensuração no Contexto de Private Equity e Venture Capital. Brasília: IPEA, 2007.

SANTOS, S.A. dos. et al. **Criação de empresas de alta tecnologia**: capital de risco e os bancos de desenvolvimento. São Paulo: Pioneira, 1987.

SOLEDADE, D. et al. **Fundos de empresas emergentes**: novas perspectivas de capitalização para pequenas e médias empresas. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, n. 6, p. 111-127, dez. 1996.

TAKAHASHI, Janaina T. **Avaliação da carteira de ativos nos fundos de venture capital e private equity**. São Paulo: Atlas, 2006.

VENTURE CAPITAL. Apresenta informações sobre: Modalidades de venture capital no Brasil. Disponível em: < [www.venturecapital.gov.br](http://www.venturecapital.gov.br) >. Acesso em: 10 out. 2007.

YAHOO Finance. Apresenta informações sobre: Cotações do mercado americano de ações – Bolsa Nasdaq. Disponível em: < <http://finance.yahoo.com> >. Acesso em: 11 jan. 2008.